

UNIVERSIDADE DE LISBOA
FACULDADE DE DIREITO

Instrumentos financeiros de conversão contingente em ações

Filipa Cristóvão Ferreira

Dissertação

Mestrado em Direito – Perfil Direito Fiscal

Orientação:

Prof. Doutor Manuel Januário da Costa Gomes

2016

Resumo

Na sequência da crise financeira de 2007, foram introduzidas relevantes alterações em matéria de regulação bancária na União Europeia e respetivos Estados-membros. Nesse contexto, verificaram-se significativas alterações no que respeita aos critérios de elegibilidade dos instrumentos financeiros emitidos pelas instituições de créditos aptos a integrar os respetivos fundos próprios, designadamente previstos no *Regulamento dos Capitais Próprios* (Regulamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junho).

Os instrumentos financeiros convertíveis em ações mediante a verificação de eventos, futuros e incertos, relacionados com o nível de rácios de fundos próprios das instituições de crédito, que preencham os restantes requisitos previstos no mencionado diploma, são, especificamente, elegíveis para os fundos próprios das instituições de crédito, como fundos próprios adicionais de nível 1. O presente trabalho versa sobre a caracterização desses instrumentos, atendendo particularmente à característica da convertibilidade mediante a verificação de um evento futuro e incerto, reclamando, para efeitos jurídico-societários, a aplicação do regime jurídico das obrigações convertíveis em ações, mas também às características da perpetuidade, subordinação e capacidade de absorção de perdas incorridas pelas instituições, quer no normal decurso da atividade da instituição quer em situações próximas da insolvência, frisando as características que os aproximam dos instrumentos típicos de capital.

Ao longo do trabalho, fazemos uma comparação com figuras próximas destes instrumentos, traçamos a evolução do quadro regulatório a respeito das características dos instrumentos elegíveis para fundos próprios das instituições de crédito, designadamente no âmbito dos Acordos de Basileia e das diretivas comunitárias sobre a matéria, descrevemos e problematizamos as características enunciadas no referido Regulamento (UE) n.º 575/2013 a respeito dos instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1, analisamos o tratamento a que estes instrumentos ficam sujeitos em caso de aplicação de medidas de resolução e recuperação bancária. Por fim, referimo-nos aos instrumentos de conversão contingente emitidos por

instituições financeiras portuguesas e subscritos pelo Estado Português e ao atual regime de subscrição desses instrumentos pelo Estado.

Palavras-chave: instrumentos financeiros de conversão contingente (*contingent convertible capital*); instrumentos híbridos; fundos próprios; instituições de crédito; Regulamento (UE) n.º 575/2013.

Abstract

Following the financial crisis of 2007, relevant changes have been made in the area of banking regulation in the European Union and its Member States. In this context, there have been significant changes with regard to the eligibility criteria of the financial instruments issued by credit institutions able to integrate their own funds, in particular as provided for in the Capital Requirements Regulation (Regulation (EU) no 575/2013, of 26 June).

The contingent convertible capital instruments, convertible upon verification of future and uncertain events, related to the level of capital ratios of credit institutions and which meet the remaining requirements set out in the mentioned regulation, are specifically eligible for Additional tier 1 capital instruments of credit institutions. The present work deals with the characterization of these instruments, taking into account particularly their convertibility feature, defending the application of the legal regime of the convertible bonds when relevant, but also to the characteristics of perpetuity, subordination and losses absorption capacity incurred by institutions, both as going-concern and gone concern circumstances, focusing on the characteristics which make this kind of instruments similar to the typical capital instruments.

Throughout this work, we compare the contingent convertible capital instruments with similar instruments, we describe the evolution of the regulatory framework regarding the required characteristics for the instruments to be accepted as capital instruments of credit institutions, in particular within the framework of the Basel Agreements and European Union directives on the subject, we describe and analyse the characteristics set out in said Capital Requirements Regulation regarding the contingent convertible capital instruments eligible for Additional tier 1 capital instruments, we analyze the treatment to which these instruments shall be subject in case of application of bank's resolution and recovery measures. Finally, we refer to the contingent conversion instruments issued by Portuguese financial institutions and subscribed by the Portuguese State as well as to the concerning regime currently in force.

Keywords: *contingent convertible capital* instruments; hybrid instruments; own funds; credit institutions; Capital Requirements Regulation.

ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO	8
1. Objeto do estudo	8
II. OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DE CONVERSÃO CONTINGENTE EM AÇÕES.....	10
2. Delimitação conceptual	10
3. Perfil funcional dos instrumentos financeiros de conversão contingente ..	13
4. Figuras próximas – breve estudo comparativo.....	17
4.1. Ações preferenciais sem direito de voto	17
4.2. Obrigações convertíveis em ações.....	21
4.3. Valores mobiliários convertíveis por opção do emitente, valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis	25
5. Introdução	27
6. Os Acordos de Basileia	28
6.1. Acordo de Basileia I.....	28
6.2. Acordo de Basileia III.....	33
7. As Diretivas da União Europeia em matéria de fundos próprios.....	39
7.1. Diretivas 89/299/CEE e 89/647/CEE (adoção do Acordo de Basileia I) 39	
7.2. Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE (adoção do Acordo de Basileia II) 42	
7.3. A Diretiva 2009/111/CE	42
7.4. A Diretiva 2013/36/EU e o Regulamento UE n.º 575/2013.....	46
III. A CONSAGRAÇÃO DOS INSTRUMENTOS DE CAPITAL HÍBRIDO DE CONVERSÃO CONTINGENTE NO DIREITO REGULATÓRIO BANCÁRIO DA UNIÃO EUROPEIA	51

8. O Regulamento UE n.º 575/2013, de 26 de junho	51
8.1. As características dos instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1 à luz do Regulamento UE n.º 575/2013.....	52
9. Os instrumentos de conversão contingente e o regime da resolução bancária.....	99
IV. A SUBSCRIÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS DE CONVERSÃO CONTINGENTE NO ÂMBITO DA APLICAÇÃO DE MEDIDAS DE REFORÇO DE SOLIDEZ FINANCEIRA DAS INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSO AO INVESTIMENTO PÚBLICO	113
10. A subscrição de instrumentos de conversão contingente emitidos por instituições de crédito portuguesas pelo Estado Português no âmbito da crise financeira de 2007.....	113
10.1. Introdução	113
10.2. Características dos instrumentos subscritos pelo Estado Português 115	
11. O atual regime de subscrição de instrumentos de conversão contingente pelo Estado.....	124
11.1. As características dos instrumentos de conversão contingente	124
V. NATUREZA JURÍDICA DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DE CONVERSÃO CONTINGENTE EM AÇÕES	134
BIBLIOGRAFIA	136

I. INTRODUÇÃO

1. Objeto do estudo

Na sequência da crise financeira de 2007, foram introduzidas relevantes alterações em matéria de regulação bancária na União Europeia e respetivos Estados-membros. Nesse contexto, verificaram-se significativas alterações no que respeita aos critérios de elegibilidade dos instrumentos financeiros emitidos pelas instituições de créditos aptos a integrar os respetivos fundos próprios, designadamente previstos Regulamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junho, publicado já como resultado e reação, já algo refletida, à referida crise.

Os instrumentos financeiros convertíveis em ações mediante a verificação de eventos, futuros e incertos, relacionados com o nível de rácios de fundos próprios das instituições de crédito, que preencham os restantes requisitos previstos no mencionado diploma, são, especificamente, elegíveis para os fundos próprios das instituições de crédito, como fundos próprios adicionais de nível 1.

O presente trabalho versa sobre a caracterização desses instrumentos, atendendo, particularmente, à característica da convertibilidade mediante a verificação de um evento futuro e incerto, reclamando, para efeitos jurídico-societários, a aplicação do regime jurídico das obrigações convertíveis em ações, mas também às características da perpetuidade, subordinação e capacidade de absorção de perdas incorridas pelas instituições, quer no normal decurso da atividade da instituição quer em situações próximas da insolvência, frisando as características que os aproximam dos instrumentos típicos de capital.

Ao longo do trabalho, fazemos uma comparação com figuras próximas destes instrumentos, traçamos a evolução do quadro regulatório a respeito das características dos instrumentos elegíveis para fundos próprios das instituições de crédito, designadamente no âmbito dos Acordos de Basileia e das diretivas comunitárias sobre a matéria, descrevemos e problematizamos as características enunciadas no referido Regulamento (UE) n.º 575/2013 a respeito dos instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1, analisamos o tratamento a que estes instrumentos ficam sujeitos em caso de aplicação de medidas de resolução e recuperação bancária. Por fim, referimo-nos aos instrumentos de conversão contingente emitidos por instituições financeiras portuguesas e subscritos pelo Estado Português e ao atual regime de subscrição desses instrumentos pelo Estado

Para facilidade de análise, apenas as instituições de crédito, constituídas sob a forma de sociedade anónima serão objeto da nossa análise. Relativamente à elegibilidade dos instrumentos de fundos próprios apenas nos focaremos nas características dos mesmos, não analisando nem fazendo qualquer referência às restantes condicionantes com impacto na sua elegibilidade, designadamente no que respeita a relações de grupo entre sociedades emitentes, estabelecendo sempre casos em que a emitente dos instrumentos financeiros é a própria instituição de crédito para a qual os referidos instrumentos devem concorrer enquanto fundos próprios.

II. OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DE CONVERSÃO CONTINGENTE EM AÇÕES

2. Delimitação conceptual

Os instrumentos de conversão contingente em ações¹, assim designados neste trabalho², podem ser definidos, numa noção preliminar e atendendo às suas

¹ Estes instrumentos são genericamente conhecidos através da sigla inglesa «CoCos», a qual se refere a «Contingent Convertible». A maior parte das referências a este tipo de instrumentos, ainda que contendo o termo *convertível*, refere-se tanto aos casos em que os instrumentos podem ser convertidos em ações como àqueles em que podem ver o respetivo valor nominal reduzido. Encontra-se assim na doutrina económica e jurídica referência a «contingent convertible capital instruments» (cfr. STEFAN AVDJIEV, ANASTASIA KARTASHEVA, BILYANA BOGDANOVA, *CoCos: a primer*, in *BIS Quarterly Review*, Setembro 2013, p. 43), ou ainda *Contingente Capital Instruments* (cfr. MARK J. FLANNERY, *Contingent Capital Instruments for Large Financial Institutions: A Review of the Literature in 2014 Annual Review of Financial Economics*, p. 4), que refere, também, aparentemente de forma indiferenciada «contingente capital bonds» (ou «coco bonds»); ou ainda «contingent capital securities» (cfr. WULF A. KAAL, *Initial Reflections on the Possible Application of Contingent Capital in Corporate Governance in 26 Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy*, 2012, p. 105) ou, mais genericamente, «regulatory hybrid securities» (cfr. *Squam Lake Working Group on Financial Regulation, An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities*, Abril 2009, p. 2). Em Portugal, a doutrina chama-lhes valores mobiliários condicionalmente convertíveis ou de conversão condicionada em ações comuns (CFR. MIGUEL BRITO BASTOS, *A elegibilidade de valores mobiliários condicionalmente convertíveis em ações comuns (contingent convertibles) como fundos próprios das instituições de crédito na transição para Basileia III* in *O Novo Direito Bancário* (coord. PAULO CÂMARA e MANUEL MAGALHÃES), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 219-223) ou adota a terminologia inglesa CoCos (Contingent Convertible Bonds) (cfr. ALEXADRE MOTA PINTO, *Os «Cocos» e a Recapitalização do Sistema Bancário Português in Actualidad Jurídica Uría Menéndez* / 32-2012, p. 117 disponível em <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3492/documento/foro10.pdf?id=4277>).

² Adotamos esta terminologia porque se pretende ao longo deste trabalho descrever, analisar e problematizar a característica da convertibilidade, por verificação de um evento futuro e incerto. Estando esse evento, pelo menos nos termos do regulamento UE 575/2013 relacionado com a situação financeira da sociedade (especificamente os rácios de fundos próprios) consideramos o termo *contingente*, ainda que diretamente adotado da designação inglesa, particularmente adequado na medida em que para além do seu significado literal (eventual, incerto), o termo encerra ainda, atendendo à sua utilização corrente (v.g. plano de contingência) um sentido de

características essenciais e genéricas, como instrumentos financeiros³ representativos de direitos de crédito que, mediante a ocorrência de um evento, de verificação futura e incerta, previamente acordado, se convertem em ações, representativas do capital social da própria emitente.

Os instrumentos financeiros suscetíveis de serem classificados como instrumentos de conversão contingente em ações, por compreenderem essa característica, podem apresentar diferenças significativas entre si no que respeita aos restantes elementos constitutivos destes instrumentos, designadamente no que respeita à existência ou não de obrigação de reembolso, à obrigatoriedade ou não do pagamento de remuneração, ao grau de subordinação face aos créditos de outros credores da emitente ou ao tipo de ações em que podem ser convertidos.

Porém, o legislador europeu, neste caso, através de um instrumento de aplicabilidade direta nas jurisdições dos respetivos Estados-membros, no âmbito da regulação em matéria dos fundos próprios instituições de crédito, apresenta um elenco de características contratuais a respeito, designadamente, de instrumentos financeiros a emitir por, nomeadamente, instituições de crédito cuja verificação os torna aptos a integrar os fundos próprios das instituições, para efeitos de cumprimento dos rácios de fundos próprios exigidos em sede de supervisão prudencial.

Desta forma, pode dizer-se que, por via indireta, através do estabelecimento de critérios de elegibilidade para um determinado fim e não da criação de um regime jurídico propriamente dito, o legislador cria um tipo legal de instrumentos

preparação e alerta para uma situação invulgar, que, nos parece traduzir melhor, as características do instrumento do que o adjetivo *condicional*, que, além do mais remete para a figura técnico-jurídica da condição, que não nos parece ter aqui aplicação. Consideramos ainda integrar a figura em análise na categoria mais ampla de instrumentos financeiros por a característica da convertibilidade contingente poder ser acoplada a diferentes tipos de instrumentos, tanto nominados como inominados, e por nos irmos focar nos instrumentos inominados relevantes para efeitos de fundos próprios das instituições de crédito. Por outro lado, não quisemos adotar a classificação de valores mobiliários, ainda que estes instrumentos se incluam nessa espécie do género instrumentos financeiros, por o presente trabalho não se visar focar na características e regime jurídico aplicável ao instrumento enquanto tal.

³ Instrumentos financeiros podem ser definidos como um conjunto de instrumentos juscomerciais heterógenos suscetíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da atividade económica das empresas (cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, 2014, 2.^a edição, Almedina, p. 7).

que, em virtude da sua classificação regulatória, tem vindo a ser adotado, nos termos definidos, pelos sujeitos jurídicos⁴⁻⁵.

Assim, especificando, os instrumentos de conversão contingente relevantes para efeitos regulatórios, como fundos próprios adicionais de nível 1, na classificação feita pelo Regulamento UE 575/2013, serão, em termos gerais, instrumentos financeiros, emitidos por instituições de crédito, representativos de direitos de crédito que, mediante a ocorrência de um evento, de verificação futura e incerta, relacionado com um determinado nível de fundos próprios, se convertem em ações comuns da emitente. Adicionalmente, dever ser reconhecido à emitente o direito de não proceder ao pagamento da remuneração acordada. Os instrumentos são de duração perpétua - sem prejuízo de um eventual reembolso do montante subscrito aquando da emissão por iniciativa da emitente, sob certas condições -, tendo o titular do instrumento igualmente direito ao referido reembolso, em contexto de liquidação da emitente, sendo o pagamento do mesmo apenas prioritário face aos pagamentos devidos aos acionistas da instituição.

Outros instrumentos cujas condições contratuais prevejam a sua convertibilidade em situações equivalentes, emitidos por instituições de crédito, que não reúnam todas as características enunciadas podem ainda, nos termos do mesmo Regulamento UE 575/2013, ser relevantes para efeitos de rácios de fundos próprios da instituição ainda que considerados de menor qualidade (fundos próprios de nível 2). De todo modo, ainda que admissível, a convertibilidade dos instrumentos em ações não é condição necessária para a elegibilidade deste tipo de fundos próprios.

É então sobre a regra da convertibilidade contingente dos instrumentos relevantes para fundos próprios das instituições de crédito ao abrigo do Regulamento EU 575/2013 que incidirá o presente trabalho.

⁴ Cfr. STEFAN AVDJIEV, ANASTASIA KARTASHEVA, BILYANA BOGDANOVA, *CoCos: a primer*, op. cit., pp. 46 ss.

⁵ O regime previsto de natureza eminentemente regulatória, pelo que os instrumentos criados pelas partes – mais para os fins do que ao abrigo do referido regulamento – continuarão sujeitos às regras a que se sujeitam quaisquer outros instrumentos (designadamente de natureza jurídico-societária, por exemplo), não sendo o regime de molde – atento o princípio da autonomia privada e da atipicidade dos valores mobiliários - a impedir que as partes acordem em instrumentos financeiros, designadamente convertíveis, que não cumpram as características nele previstas, deixando, nesse caso, apenas de ser elegíveis para efeitos de integração nos fundos próprios das instituições de crédito.

3. Perfil funcional dos instrumentos financeiros de conversão contingente

Ainda que os instrumentos financeiros de conversão contingente possam ser emitidos por sociedades comerciais dedicadas a qualquer área de atividade, é a emissão destes instrumentos por instituições de crédito que tem sido objeto de maior enfoque por parte da doutrina jurídica⁶ e económica⁷.

Com efeito, várias instituições de crédito procederam já à emissão de instrumentos financeiros de conversão contingente tendo em conta a sua relevância no âmbito da respetiva supervisão prudencial e a necessidade de obtenção de fundos próprios verificada na sequência da crise financeira de 2007 e das alterações em matéria de supervisão que se lhe seguiram. Por outro lado, a elegibilidade destes instrumentos para os rácios de fundos próprios das instituições de crédito - desde que reúnam determinadas características contratuais legalmente previstas - deve-se, naturalmente à sua potencial contribuição para a melhoria do património das instituições de crédito, e assim da estabilidade e solidez do sector bancário, em termos funcionalmente semelhantes ao de formas tradicionais de capitalização⁸.

⁶ Na doutrina jurídica nacional vide, entre outros, MIGUEL BRITO BASTOS, *A elegibilidade...*, op. cit., ALEXADRE MOTA PINTO, *Os «Cocos»...*, op. cit., ORLANDO VOGLER GUINÉ, *O Financiamento das sociedades por meio de valores mobiliários híbridos (entre as ações e as obrigações)* in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, 2011, pp. 77 – 81 e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Almedina, 2015, pp. 165 ss. Na doutrina estrangeira, entre outros, HILLARY J. ALLEN, *Cocos Can Drive Markets Cuckoo* in 16 *Lewis & Clark L. Rev.* 125 (2012), WULF A. KAAL, *Initial Reflections on the Possible Application of Contingent Capital in Corporate Governance* in 26 *Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy*, 2012, pp. 101-149; LUCA A LO PO', *I nuovi strumenti ibridi di capitale tra implicazioni regolamentari e questioni di diritto societario* in *Rivista di Diritto Bancario – dottrina e giurisprudenza comentata*, separata do n.º 06/2014; EMANUELE CUSA, *Gli strumenti ibridi delle banche in Banca, impresa, società*, 1/2010, pp. 81-111; BART P. M. JOOSEN, *Regulatory Capital Requirements and Bail in Mechanisms in Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, Edward Elgar, 2015, p. 175-235.

⁷ Para uma síntese da literatura económica sobre estes instrumentos, vide MARK J. FLANNERY, *Contingent Capital Instruments...* op. cit. e ainda GEORGE M. VON FURSTENBERG, *Contingent Convertibles [CoCos] – A Potent Instrument for Financial Reform*, World Scientific, 2015 e KAMIL LIBERADZKI e MARCIN LIBERADZKI, *Hybrid Securities - Structuring, Pricing and Risk Assessment*, Palgrave MacMillan, 2016.

⁸ Este aspeto não é, ainda assim, pacífico. Vide, a título de exemplo, a opinião crítica de ANAT R. ADMATI / PETER M. DEMARZO / MARTIN F. HELLWIG / PAUL PFLEIDERER, *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Socially Expensive*, Rock

Assim, deverá procurar-se delinear o perfil funcional destes instrumentos, tanto da perspectiva da sociedade emitente, como dos investidores e ainda dos acionistas da primeira. Atendendo ao contexto em que os instrumentos de conversão contingente têm conhecido maior desenvolvimento doutrinário, cada uma destas diferentes perspectivas, mormente a da emitente, terá necessariamente em conta o perfil funcional dos instrumentos do ponto de vista da regulação prudencial das instituições de crédito.

Da perspectiva da instituição de crédito emitente, a emissão de instrumentos de conversão contingente servirá, antes de mais, para reforço dos seus fundos próprios de forma a cumprir com os rácios de fundos próprios legalmente exigíveis. Constituindo, como se verá, a subscrição de instrumentos de conversão contingente para efeitos de consideração como fundos próprios uma possibilidade e não uma obrigação das instituições de crédito⁹, cumpre, num segundo passo, analisar as motivações da sociedade - e dos acionistas - para proceder à emissão destes instrumentos, nomeadamente em comparação com a possibilidade de emissão de ações.

Uma das razões mais comumente apontadas para a relevância dos instrumentos de conversão contingente na capitalização das instituições de crédito são os eventuais menores custos envolvidos para as sociedades no recurso a este tipo de financiamento uma vez que os mesmos seriam, em princípio, mais vantajosos em termos fiscais para as emitentes, na medida em que, sendo classificados como um instrumento de dívida, os montantes correspondentes ao pagamento da respetiva remuneração seriam dedutíveis como despesa da sociedade emitente, ao contrário do que sucede com a remuneração acionista, baseada em dividendos, isto é, na distribuição dos lucros da sociedade, os quais são tributados enquanto tal¹⁰. Porém, estes instrumentos

Center for Corporate Governance Working Paper Series No. 161, October 22, 2013, pp. 43 ss. e a opinião favorável de GEORGE M. VON FURSTENBERG, *Contingent Convertibles...*, *op. cit.*, pp. 77 ss.

⁹ Na medida em que o legislador regulatório permite que uma parte dos fundos próprios das instituições de crédito seja composta por instrumentos com menor capacidade de absorção de perdas quando comparados com as ações comuns representativas de capital social, mas não o impõe.

¹⁰ As vantagens fiscais destes instrumentos podem, no entanto, não ser certas, na medida em que, atendendo às características dos instrumentos, designadamente daqueles que sejam elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1, os mesmos estarão eventualmente mais próximos de instrumentos de capital do que de instrumentos de dívida, pelo que o seu tratamento fiscal poderá

têm características inerentes que os diferenciam do capital social tradicional, eventualmente aptos a representar vantagens, *per se*, para a estrutura de fundos próprios da emitente.

Com efeito, a emissão destes instrumentos ocorrerá, tipicamente, em alturas em que a instituição emitente se encontre com uma situação económica estável, em cumprimento do nível de fundos próprios de nível 1, obtendo recursos financeiros, eventualmente perpétuos¹¹, subordinados¹² e cujo incumprimento da obrigação de pagamento de remuneração ou reembolso, caso exista, não pode relevar para efeitos de aferição da insolvência da sociedade. À estabilidade do financiamento, comparável, no caso dos instrumentos perpétuos, à proporcionada por emissão de títulos representativos de capital social, soma-se a potencial disponibilização de capital social, mediante a conversão dos instrumentos, a verificar-se, de forma automática, numa altura em que não seria fácil para a emitente encontrar investidores disponíveis para acorrer a um aumento de capital, designadamente entre os seus próprios acionistas¹³, contribuindo para a regularização dos rácios de fundos próprios principais de nível 1 da instituição e para estabilidade da sua situação patrimonial.

Da perspetiva dos acionistas da sociedade, ao tempo da emissão dos instrumentos, a referida emissão contribui para o aumento dos fundos próprios da instituição sem que implique, ao tempo da subscrição, uma alteração na estrutura acionista da sociedade. A eventual conversão dos instrumentos em ações comuns sem atender a eventuais acordos que possam ser estabelecidos entre acionistas e titulares dos instrumentos convertíveis, sempre acarretará a dissolução, pelo menos em termos relativos, da participação social dos acionistas originais da instituição. A dissolução absoluta da sua participação, isto é, a diminuição, do valor da sua participação no capital da sociedade, para além da perda proporcional, mediante a transmissão do valor patrimonial da sociedade

coincidir, em certas jurisdições, com o dos instrumentos de capital e não com os instrumentos de dívida, a não ser que um regime especial esteja previsto.

¹¹ No caso de se tratar de instrumentos elegíveis para fundos próprios de nível 1.

¹² Face aos credores comuns e eventualmente a credores titulares de créditos com menor grau da sociedade.

¹³ Que não teriam incentivos para financiar a instituição na medida em que esse financiamento, numa situação de insuficiência de capitais próprios face às posições de riscos assumidos pela instituição, iria sobretudo beneficiar os credores da instituição.

previamente existente para os titulares dos instrumentos convertíveis irá depender do preço de conversão acordado. No entanto, a dissolução não deixa de ser eventual e, como se verá, tenderá a ocorrer com perdas para os investidores, isto é, a um preço mais elevado do que aquele que um investidor pagaria pelas ações por altura da conversão.

Uma desvantagem para os acionistas poderá ser a diminuição das distribuições em função da tendencial remuneração mais elevada deste tipo de instrumentos. No entanto essa questão, não é exclusiva desses instrumentos, e apesar de, neste caso, até poder ser objeto de decisão dos acionistas¹⁴, decisões similares são normalmente da competência do órgão de administração.

A atratividade para os investidores dos instrumentos de conversão contingente relaciona-se com a respetiva remuneração e com a avaliação de risco relativa à futura verificação do evento de desencadeamento. O critério do preço de conversão poderá ainda relevar, sobretudo quando o evento de desencadeamento acordado deva ocorrer em circunstâncias em que a situação financeira da sociedade ainda apresente alguma estabilidade¹⁵.

Pode ainda acrescentar-se que, ainda que num plano secundário, estes instrumentos podem ainda suscitar o interesse dos investidores por terem um potencial impacto na governação societária da instituição – especificamente no que respeita à gestão do risco – diverso e mais intenso do que aquele gerado por credores tradicionais - como sejam os mutuantes ou obrigacionistas -, na medida em que a possibilidade de os subscritores de instrumentos convertíveis se virem a tornar acionistas da instituição será propício a que a administração atenda mais fortemente aos interesses daqueles, bem como que os interesses dos acionistas na assunção de risco com vista a maiores distribuições de lucros tenha como limite a eventualidade de o rácio de fundos próprios vir a atingir níveis que obriguem à conversão dos instrumentos e consequente diluição da sua participação acionista¹⁶.

¹⁴ Em função do regime jurídico-societário para a emissão de obrigações que, como veremos, consideramos ser aplicável.

¹⁵ GEORGE M. VON FURSTENBERG, *Contingent Convertibles...*, *op. cit.*, pp. 115 ss.

Fora do contexto da emissão de instrumentos de conversão contingente por sociedades comerciais que não instituições de crédito (ou outras entidades sujeitas a semelhantes requisitos prudenciais), as motivações serão semelhantes, designadamente no que respeita ao impacto contabilístico da subscrição de tais instrumentos no balanço das sociedades sendo suscetíveis de serem classificados como capitais próprios, relevando a possibilidade de acesso a fundos de forma estável e duradoura e a disponibilidade dos mesmos para se transformarem em capital social da sociedade¹⁷.

4. Figuras próximas – breve estudo comparativo

4.1. Ações preferenciais sem direito de voto¹⁸

O CSC estabelece o regime de três tipos de ações especiais que podem ser emitidas pelas sociedades anónimas, a saber as ações preferenciais sem voto (artigo 341.º e seguintes do CSC), as ações preferenciais remíveis (artigo 345.º do CSC) e ações de fruição (artigo 346.º do CSC).

Estes instrumentos diferenciam-se, desde logo, dos instrumentos de conversão contingente por serem ações, constituindo uma subespécie dos valores

¹⁷ Cfr. CHRISTOPHER L. CULP, *Contingent Capital: Integrating Corporate Financing and Risk Management Decisions* in Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 15 Number 1, Spring 2002, pp. 46-56 para uma análise económica das motivações de sociedades comerciais procederem à emissão de instrumentos de capital contingente (para além de instrumentos de dívida previamente subscritos que compreendem a possibilidade de conversão em capital social).

¹⁸ Sobre este instrumento vide, entre outros, na doutrina portuguesa CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Ações Preferenciais Sem Voto* in AAVV., *Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra 2002, pp. 281-320; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Acções preferenciais sem voto*, in Revista da Ordem dos Advogados, ano 60, n.º 3 (2000), pp. 1001-1056 e Anotação aos artigos 341.º a 345.º do Código das Sociedades Comerciais in Código das Sociedades Comerciais Anotado (coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO), Almedina, Coimbra, 2011; PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, JOÃO FERREIRA, *Acções preferenciais sem voto no ordenamento jurídico português*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3 (Outubro 2011), vol. 6, pp. 225-263, JOÃO LABAREDA, *Das acções das Sociedades Anónimas*, AAFDL, LISBOA, 1988; ELDA MARQUES, *Comentário aos artigos 341.º a 345.º do Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. 5, Almedina, Coimbra, 2012, J.J. VIEIRA PERES, *Acções preferenciais sem voto in Revista do Direito e Estudos Sociais*, 1988, n.º 4, p. 329-399; e RAÚL VENTURA, *Acções preferenciais sem voto; acções preferenciais remíveis; amortização de acções (acções de fruição) (CSC, arts. 341.º a 347.º)* in *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 409-511.

mobiliários típicos que são as ações. No entanto, as ações preferenciais sem direito de voto reúnem características próximas dos instrumentos de conversão contingente, especialmente os perpétuos.

Destacamos, de forma sintética, as principais características destes instrumentos: as ações preferenciais sem direito de voto constituem uma categoria de ações especiais a emitir por sociedades anónimas, e que conferem direito a um dividendo prioritário, obrigatório e cumulativo¹⁹, – não inferior a 5% do respetivo valor nominal – retirado dos lucros distribuíveis, e ao reembolso prioritário do seu valor nominal na liquidação da sociedade²⁰.

Aos acionistas titulares de ações desta categoria, e indo de encontro à terminologia legal, não é reconhecido direito de voto²¹, contrariando assim a regra geral, aplicável às ações ordinárias, de que a cada ação corresponde um voto²². O direito de voto, nos termos inerentes às ações ordinárias, é, no entanto, conferido ou reconferido a estes acionistas caso o dividendo prioritário não seja integralmente pago durante dois exercícios sociais, voltando a deixar de lhes ser reconhecido no primeiro dia do exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso²³.

Nos termos do artigo 341.º, n.º 3 do CSC, devem ser reconhecidos aos titulares de ações desta categoria todos os restantes direitos inerentes às ações ordinárias (tais como direitos de informação, direito a requerer a convocação da assembleia geral, direito de impugnar deliberações sociais inválidas, etc.)²⁴.

Atendendo às características que brevemente aqui se enunciam, seguimos a conclusão de que as ações preferenciais sem direito de voto são emitidas quando os acionistas de uma sociedade pretendem que a sociedade capte recursos com a natureza de capitais próprios, mas não estão dispostos a abrir mão do controlo da sociedade, promovendo assim a emissão de ações que não conferem direito de

¹⁹ Cfr. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *As acções...*, *op. cit.*, p. 303.

²⁰ Cfr. Artigo 341.º, n.º 2 do CSC.

²¹ Cfr. Artigo 341.º, n.º 3 do CSC.

²² Cfr. Artigo 384.º, n.º 1 do CSC).

²³ Cfr. Artigo 342.º, n.º 3 do CSC).

²⁴ Quanto ao âmbito dos direitos reconhecidos aos titulares de ações preferenciais sem voto vide, entre outros, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *As acções...*, *op. cit.*, p. 309 e RAÚL VENTURA, *Acções...*, *op. cit.*, p. 435.

voto e que, em princípio, não fazem perigar a estrutura de poder da sociedade²⁵. À imagem do que consideramos ser, da perspectiva dos acionistas de uma sociedade, as motivações para a emissão de instrumentos de conversão contingente²⁶⁻²⁷.

Em conclusão, tanto as ações preferenciais sem voto como os instrumentos de conversão contingente representam formas de financiamento estável e apto a reforçar o património da sociedade sem conferir direito de participação nas decisões acionistas, podendo o direito de voto surgir na esfera dos titulares destes instrumentos em certas circunstâncias legal ou contratualmente determinadas. Porém, enquanto no caso das ações preferenciais sem voto a lei prevê que o direito de voto seja reconhecido aos respetivos titulares em circunstâncias em que os privilégios patrimoniais esperados para estes não se verificam, no caso dos instrumentos de conversão contingente relevantes para fins regulatórios, a conversão dos instrumentos em ações com direito de voto, mais do que atribuir um direito de intervenção acionista do titular dos instrumentos na vida societária, terá como fundamento e finalidades necessários o reforço dos fundos próprios da emitente, sem prejuízo do exercício dos direitos acionistas poderem vir eventualmente a contribuir, atendendo e dentro dos limites legais dos poderes reconhecidos aos acionistas, propiciar uma alteração na estrutura de administração da emitente suscetível de os beneficiar²⁸.

²⁵ Cfr. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *As acções...*, op. cit., p. 281.

²⁶ Cfr. Ponto 3 *supra*.

²⁷ Na doutrina italiana, encontramos também uma comparação direta, que conclui pela similitude entre as obrigações perpétuas e irredimíveis (características dos instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1 ao abrigo do Regulamento UE 575/2013) e as ações preferenciais sem voto, a respeito das características económicas e perfil de risco de ambos os instrumentos, na medida em que as ações preferenciais sem voto consistem em ações, subordinadas nas perdas, privilegiadas no que respeita à distribuição de lucros, e desprovidas de direito de voto (*diritti amministrativi*) e em que as obrigações (ou instrumentos para-obrigacionais) perpétuas atribuem ao seu titular direito ao reembolso do capital investido apenas em caso de liquidação da sociedade e de forma subordinada em relação aos restantes credores e permitem à sociedade emitente diferir o pagamento da remuneração devida e sem atribuição de qualquer direito acionista, designadamente direitos de minoria, (*diritti di voice*), concluindo-se assim que ambos os instrumentos conferem direito a uma remuneração constante e predeterminada, mas sujeita aos resultados da sociedade, privam os seus titulares do direito ao reembolso do capital investido até à liquidação da sociedade e subordinam-no ao direito dos restantes credores (cfr. ANDREA GIANNELLI, *Le Obbligazioni Ibride – Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Egea, Milano, 2013, pp. 116-117.)

²⁸ Sendo isso mais provável, no caso dos instrumentos convertíveis, quando as emissões previrem um evento de desencadeamento suscetível de ser verificar ainda no decurso normal da atividade

Distinção relevante também assenta no facto de, em circunstâncias regulares, os titulares das ações preferenciais sem voto serem titulares dos direitos que a lei confere aos acionistas com exceção do direito de voto, o que lhes permite um controlo e intervenção na atividade societária correspondente ao estatuto dos acionistas comuns, enquanto os titulares de instrumentos de conversão contingente são ainda credores da sociedade, sem que lhes sejam reconhecidos direitos atinentes a uma ideia de *participação social*, com prerrogativas de controlo e intervenção mais próximas, como se verá, da dos credores obrigacionistas²⁹.

Por fim, a questão da remuneração constante e prioritária é um elemento necessário no tipo legal das ações preferenciais sem voto, podendo ser também uma característica de um instrumento de conversão contingente. Contudo, no caso específico dos instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios, o pagamento da remuneração, que pode ser fixa (tipicamente também resultante de uma taxa aplicada sobre o valor nominal do instrumento), pode não ocorrer por livre decisão da emitente. Para além disso, e como se verá mais detalhadamente, à luz das interpretações da Autoridade Bancária Europeia do Regulamento UE 575/2013 os instrumentos cujas condições contratuais prevejam obrigações de se proceder ao pagamento da remuneração devida aos respetivos titulares com prioridade face aos acionistas comuns da sociedade não são elegíveis para efeitos de cálculos dos rácios de fundos próprios na medida em que podem ser entendidos como um obstáculo à capitalização da sociedade emitente.

da instituição, isto é, a título de exemplo, eventos que ocorrem quando a sociedade emitente ainda se encontra com rácios de fundos próprios acima dos legalmente estabelecidos.

²⁹ A diferença que acaba de se enunciar, a qual se baseia no facto aparentemente linear de as ações preferenciais sem direito de voto serem uma categoria de ações, isto é, instrumentos representativos do capital social da respetiva emitente e de os instrumentos de conversão contingente não reunirem as condições que lhes permitam integrar essa categoria pode, no entanto, contribuir para o enraizamento destes instrumentos junto de emitentes e investidores. Com efeito, na doutrina portuguesa entende-se que o recurso à figura das ações preferenciais sem direito de voto é sobretudo prejudicado por razões de índole fiscal, designadamente porque a remuneração paga aos seus titulares é paga a título de repartição de lucros, não constituindo assim um custo que a sociedade possa abater à matéria coletável (cfr. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *As acções...*, *op. cit.*, p. 285).

4.2. Obrigações convertíveis em ações³⁰

As obrigações convertíveis em ações legalmente previstas nos artigos 365.º e seguintes do CSC podem ser definidas, em primeiro lugar, como obrigações, isto é, valores mobiliários³¹ representativos de direitos de crédito detidos pelo subscritor das obrigações para com a sociedade emitente ou outra com esta relacionada³², que atribuem aos seus titulares o direito a remuneração periódica calculada, em regra, por referência ao montante da subscrição. A especificidade desta figura assenta na faculdade que é reconhecida aos seus titulares de, mediante a verificação das condições e nas circunstâncias acordadas, optarem, em alternativa ao reembolso do valor da subscrição no prazo de vencimento da obrigação, pela aquisição da qualidade de acionista da sociedade emitente (ou de outra com esta relacionada) sem despendar recursos financeiros adicionais³³. Isto é, ao titular das obrigações convertíveis em ações é reconhecido o direito de, nos termos das condições contratuais acordadas, optar pela conversão das obrigações em ações, ou, mais especificamente, optar por converter o montante entregue à sociedade a título de empréstimo em subscrição, de montante equivalente, de capital social da sociedade.

Assim, esta espécie de obrigações e os instrumentos de conversão contingente diferenciam-se – ou podem diferenciar-se - em dois aspetos principais: primeiro, a respeito das características de ambos os instrumentos na

³⁰ Sobre as obrigações convertíveis em ações vide, entre outros, na doutrina portuguesa, FÁTIMA GOMES, *Obrigações Convertíveis em Acções*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 1999; MÁRIO LEITE SANTOS, *Obrigações Convertíveis. Alguns aspectos do seu regime* in Revista da Banca, n.º 19, Jul.-Set. 1991, pp. 93 – XX; Rui Pena, *Obrigações convertíveis em acções* in O Direito, Ano 103, número 2 (1971); ano 103, número 3 (1971) e ano 103, número 4 (1971), pp.103-120;pp.211-230;pp.280-293, Lisboa, 1971; CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários – Conceito e Espécies*, 2.ª edição, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 1998, pp. 164- 200; Florbela Pires, *Anotação aos Artigos XX a XX do Código das sociedades Comercias*, in *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (coord. António Menezes Cordeiro), 2.ª Edição, Almedina, 2011; ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Comentário aos artigos 341.º a 345.º do Código das Sociedades Comerciais* in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. 5, Almedina, Coimbra, 2012.

³¹ Sobre a qualificação jurídica das obrigações convertíveis em ações como valor mobiliário vide FÁTIMA GOMES, *Obrigações...*, *op. cit.*, pp. 16 ss.

³² É entendimento geral da doutrina que as obrigações, enquanto valor mobiliário, têm como relação material subjacente um contrato de mútuo, mediante o qual o subscritor das obrigações – e mutuante – empresta à emitente – e mutuária – uma determinada quantia, normalmente (mas não necessariamente, uma vez que pode existir prémio de emissão) correspondente ao valor nominal da obrigação, em contrapartida de uma remuneração – o juro ou cupão da obrigação – com reembolso do capital subscrito dentro de um prazo acordado.

³³ Cfr. FÁTIMA GOMES, *As obrigações...*, *op. cit.*, p. 15.

fase pré-conversão, e, num segundo momento, nas circunstâncias de verificação, motivações e finalidade da conversão.

Quanto ao primeiro aspeto, as obrigações convertíveis em ações são uma espécie do tipo das obrigações, pelo que mediante a sua subscrição os investidores se tornam credores comuns da sociedade, com direito de remuneração pelo capital entregue à sociedade e direito ao reembolso desse capital num determinado prazo (reembolso esse que poderá ser substituído pela entrega de ações ao subscritor das obrigações, extinguindo-se assim a obrigação de reembolso por parte da emitente). Por seu lado, os instrumentos de conversão contingente, na medida em que nos foquemos apenas na característica da conversão por um evento previamente determinado, também podem consubstanciar instrumentos de dívida, que atribuem direito de remuneração pela disponibilidade de capital à sociedade emitente e direito ao reembolso do mesmo, num determinado prazo – normalmente longo – caso não se verifique no decurso desse prazo qualquer evento que leve à conversão dos instrumentos em ações³⁴.

Contudo, já não será assim, se se olhar para os instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1, os quais são perpétuos e não criam para a sociedade emitente uma verdadeira obrigação de pagamento, suscetível de ser incumprida, da remuneração acordada. Quanto ao segundo aspeto, o qual consideramos assumir maior relevância nesta breve análise comparativa na medida em que se prende com um aspeto que é verdadeiramente próprio de cada um destes instrumentos – o mecanismo de conversão -, cumpre realçar o seguinte: conforme foi dito, no caso das obrigações convertíveis em ações, a conversão das obrigações, isto é, de dívida, em ações representativas do capital social da sociedade é um direito que assiste ao titular do instrumento, credor da sociedade, que o pode exercer num ou mais momentos pré-definidos contratualmente, os quais podem corresponder, entre outros, à

³⁴ Ainda assim, ainda que reunindo tais condições, estes instrumentos não poderiam ser classificados como obrigações, uma vez este tipo de valor mobiliário tem como relação subjacente um contrato de mútuo, nos termos do qual o mutuante empresta ao mutuário dinheiro ou outra coisa fungível, ficando a segunda obrigada a restituir outro tanto do mesmo género ou qualidade (cfr. artigo 1142.º do Código Civil). No caso das obrigações convertíveis em ações essa restituição só não terá lugar nesses termos se o credor assim o determinar.

data de vencimento da obrigação de reembolso das obrigações, estando, por regra, o preço da conversão – isto é, a determinação de quantas ações podem ser adquiridas pelo montante entregue à sociedade a título de subscrição das obrigações – previamente definido³⁵. Assim, um investidor racional optará por converter em ações o direito ao reembolso do valor de subscrição das obrigações nos casos em que, atendendo ao preço de conversão acordado, lhe será possível adquirir, pelo referido montante, um número de ações superior ao que conseguiria adquirir, em condições de mercado, através da aquisição direta de ações, podendo, eventualmente, proceder à sua alienação pelo referido valor de mercado³⁶. Em condições contrárias à descrita, isto é, em que o preço de conversão se revela superior ao preço ou valor, em mercado, das ações da emitente, o subscritor tenderá a optar pelo reembolso do montante de subscrição. É assim claro que nas tradicionais obrigações convertíveis em ações a possibilidade de conversão das obrigações em ações constitui um direito do titular das obrigações, encontrando-se a sociedade e os respetivos acionistas numa correspondente posição de sujeição, enquanto no caso dos instrumentos de conversão contingente todas as partes envolvidas na emissão dos mesmos aceitam que as respetivas situações jurídicas fiquem dependentes da verificação de um facto futuro e incerto, cuja verificação ainda que possa ser influenciada, indiretamente, pelos atos da sociedade emitente – por via do respetivo órgão de administração encarregue da gestão da sociedade – e/ou dos seus acionistas, os quais podem decidir aportar fundos à sociedade, não consubstancia um direito de qualquer um das referidas partes, passível de ser exercido ou não.

Assim, estes dois instrumentos contrapõem-se sobretudo nas finalidades da conversão: no caso das obrigações convertíveis em ações, a conversão, enquanto direito do subscritor, servirá, regra geral, para maximizar os lucros do investidor, ou, ainda que assim não seja, para diferir, por qualquer razão, e face ao momento

³⁵ Por ser mais impressivo para o efeito, fazemos aqui referência a um critério de conversão fixo. A conversão das obrigações em ações pode também ser feita por referência a um critério variável, isto é, por exemplo, a determinação de que o valor de subscrição das obrigações será convertido numa determinada percentagem do capital social da emitente, com uma taxa de desconto pré-determinada. Neste caso, os ganhos do titular das obrigações que opte pela conversão das mesmas em ações tenderá a manter-se independentemente das concretas circunstâncias da conversão. Sobre os critérios de conversão vide FÁTIMA GOMES, *Obrigações...*, *op. cit.*, pp. 96 e ss.

³⁶ Pressupondo um cenário de liquidez dos valores mobiliários, designadamente quando as ações se encontrem admitidas à negociação em mercado regulamentado.

de realização dos fundos, a aquisição de uma posição acionista na sociedade; ao passo que nos instrumentos de conversão contingente a conversão servirá para, em caso de necessidade, nos termos previamente definidos pelas partes, se verifique um aumento no capital social da sociedade mediante a transformação de fundos que já se encontram no balanço da sociedade, ainda que inscritos com classificação de outra natureza (dívida ou fundos próprios de qualidade distinta da do capital social consoante as características específicas do instrumento em causa).

A diferente estrutura de interesses associada a estes dois instrumentos tenderá a ter impacto nas respetivas condições de emissão acordadas, designadamente no que respeita à remuneração: assim, na medida em que os titulares de obrigações convertíveis em ações são credores – comuns – da sociedade emitente a quem é conferido um direito de conversão, direito esse cujo exercício, representará, regra geral, um benefício patrimonial para o seu titular, a remuneração acordada tenderá a ser inferior, *ceteris paribus*, à das obrigações comuns³⁷. Já a remuneração acordada entre a sociedade emitente e os potenciais subscritores dos instrumentos de conversão contingente tenderá a ser mais elevada, na medida em que, pelas razões já referidas, o titular destes instrumentos serão detentores, regra geral de direitos de crédito subordinados e ficarão sujeitos à conversão dos seus instrumentos em ações representativas do capital social da sociedade emitente quando esta se encontre numa situação de maior fragilidade financeira e, tipicamente, com perdas face ao valor de subscrição dos instrumentos e as ações recebidas em resultado da conversão tendo em conta os preços de conversão previamente acordados.

³⁷ Cfr. FÁTIMA GOMES, *Obrigações...*, *op. cit.*, p. 28.

4.3. Valores mobiliários convertíveis por opção do emitente, valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis³⁸

Os valores mobiliários convertíveis por opção do emitente³⁹ representam um direito de crédito do titular do valor mobiliário que poderá ser cumprido mediante a entrega em dinheiro do respetivo valor nominal ou, em alternativa, mediante a entrega de um ativo subjacente previamente determinado – o qual pode consistir em ações da sociedade emitente -, cabendo essa decisão à emitente do valor mobiliário e podendo as condições de exercício dessa opção encontrarem-se mais ou menos condicionadas⁴⁰.

Os valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis consistem em valores mobiliários cujas condições contratuais determinam que o emitente entregará, numa data determinada, uma quantidade previamente fixada de outros valores mobiliários⁴¹, designadamente ações por si emitidas, funcionando essa entrega como sucedâneo do reembolso do capital entregue à emitente na subscrição do instrumento. Focando os casos em que os valores mobiliários são obrigatoriamente convertíveis em ações da emitente, nos termos destes instrumentos é certo – não estando dependente da verificação de qualquer evento incerto ou que dependa da vontade das partes - que o subscritor do valor mobiliário irá, dentro de certo período previamente definido, tornar-se acionista da sociedade emitente, ficando a emitente obrigada à entrega do número de ações acordado.

tendo em conta os preços de conversão previamente acordados.

Cumprir ainda referir que o Decreto-lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro que veio introduzir algumas alterações no regime de emissão de obrigações plasmado nos artigos 348.º e seguintes do CSC, veio consagrar legalmente os valores mobiliários representativos de dívida que possam ser convertidos em ações por iniciativa do emitente ou que o sejam obrigatoriamente nos termos fixados nas

³⁸ Sobre estes instrumentos na doutrina portuguesa vide, por todos, CRISTINA SOFIA DIAS, *Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas* in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, Ano 2002, pp. 97-113.

³⁹ *Reverse convertibles* na gíria internacional.

⁴⁰ Cfr. CRISTINA SOFIA DIAS, *Certificados...*, *op. cit.*, pp. 99-100.

⁴¹ Cfr. CRISTINA SOFIA DIAS, *Certificados...*, *op. cit.*, pp. 100-101

condições de emissão, estabelecendo que a estes se devem aplicar as regras previstas para as obrigações (cfr. artigo 360.º, número 2, alínea b) do CSC)⁴².

⁴² Sobre as recentes alterações ao regime das obrigações no CSC vide MARISA LARGUINHO, *Alterações de 2015 ao regime das obrigações no CSC: algumas questões resolvidas e por resolver in* Direito das Sociedades em Revista, Março 2016, Ano 8, Vol. 15, Almedina, Coimbra, pp. 93-123;

I.

OS INSTRUMENTOS DE CONVERSÃO CONTINGENTE NO DIREITO REGULATÓRIO BANCÁRIO – PERSPETIVA EVOLUTIVA

5. Introdução

O sector financeiro, em virtude das suas características específicas, é objeto de ampla regulação. No que respeita à supervisão prudencial, tem especial relevância a exigência legal da manutenção de um determinado rácio de fundos próprios face aos ativos de cada instituição, isto é, face aos riscos incorridos pela instituição na sua atividade, de forma a controlar-se o impacto de eventuais perdas na situação financeira das instituições.

No contexto da crise financeira de 2007, e a propósito da análise das suas causas e consequências, assistiu-se, a nível internacional, entre os intervenientes no mercado e doutrina económica e também jurídica, a uma crescente reflexão relativa às condições de elegibilidade de instrumentos de natureza híbrida – com características de dívida e capital – por instituições de crédito.

Independentemente das vantagens que este instrumento possa representar para emitentes, subscritores e acionistas de entidades emitentes, a grande justificação para a sua emissão baseia-se na sua elegibilidade para os rácios de fundos próprios das instituições de crédito. No presente ponto fazemos uma breve descrição da evolução das condições de elegibilidade enquanto fundos

próprios de instituições de crédito dos instrumentos de conversão contingente nos Acordos de Basileia e na legislação europeia⁴³.

6. Os Acordos de Basileia

6.1. Acordo de Basileia I

O Comité de Supervisão Bancária de Basileia (“Comité de Basileia”)⁴⁴, que se dedica ao estudo e emissão de recomendações em matéria de regulação e supervisão bancária, tem, desde a emissão do Acordo de Capital de 1988, conhecido por Acordo de Basileia I⁴⁵, dedicado grande atenção aos requisitos e

⁴³ Para uma visão global dos Acordos de Basileia vide Para uma análise das alterações introduzidas pelo Acordo de Basileia III, vide MANUEL MAGALHÃES, *A Evolução do Direito Prudencial Bancário no Pós-Crise: Basileia III e CRD IV in O Novo Direito Bancário* (coord. de CÂMARA, Paulo e MAGALHÃES, Manuel), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 317 ss.

⁴⁴ O Comité de Supervisão Bancária de Basileia foi criado em 1974, na sequência de um período de grande instabilidade nos mercados de valores e bancário internacionais, pelos governadores dos bancos centrais de um grupo de países conhecido como o “Grupo dos 10” (ou G10) e funciona junto do Banco de Pagamentos Internacionais, com sede em Basileia. Atualmente o Comité é composto por representantes de 27 países (África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Espanha, Estados Unidos da América, França, Hong Kong SAR, Índia, Indonésia, Itália, Japão, Luxemburgo, México, Países Baixos, Reino Unido, Rússia, Singapura, Suécia, Suíça e Turquia), contando ainda, como observadores, com a Autoridade Bancária Europeia, o Banco Central Europeu, a Comissão Europeia, o Instituto para a Estabilidade Financeira [*Financial Stability Institute*, criado conjuntamente pelo Comité de Basileia e pelo Banco de Pagamentos Internacionais] e o Fundo Monetário Internacional). Não se trata de uma organização internacional, mas de um grupo de profissionais de alto nível da supervisão bancária, não dotado de personalidade jurídica. Neste sentido, os acordos e demais documentos produzidos não constituem normas jurídicas vinculativas, mas antes recomendações (ou regras não vinculativas de *soft law*), gozando, no entanto, de grande influência e impacto no que respeita a matéria de supervisão bancária, comprometendo-se os países membros do Comité a acolher essas recomendações nos seus ordenamentos jurídicos, com o objetivo de criar um sistema de supervisão bancária comum (cfr. LUIS MÁXIMO DOS SANTOS, *Regulação e supervisão Bancária*, in *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, coordenação de EDUARDO PAZ FERREIRA, LUIS SILVA MORAIS e GONÇALO ANASTÁCIO, Almedina, 2009, pp. 114 -117 e FRANCESCO ACCETTELLA, *L’Accordo di Basileia III: Contenuti e Processo di Recepimento all’Interno del Diritto dell’UE in Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, Vol. 66, Nº. 4, 2013, pp. 462-463). Sobre os denominados instrumentos de *soft law* na regulação financeira internacional vide, entre outros, CHRIS BRUMMER, *Why Soft Law Dominates International Finance - And Not Trade in Journal of International Economic Law*, Vol. 13, No. 3, 2010, pp. 623-643, 2010 (também disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1742512##).

⁴⁵ Designado *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* (disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>), e alterado em 1996 pelo documento intitulado *Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risk* (versão original disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs24.pdf>), também entretanto alterado, estando a versão alterada disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs119.pdf>.

medidas relacionadas com a solidez patrimonial da banca, tendo, no referido Acordo, procedido à definição dos requisitos mínimos de fundos próprios aplicáveis às instituições de crédito⁴⁶. Nos termos deste Acordo, entendeu o Comité de Basileia que os bancos deveriam dotar-se de montantes mínimos de meios patrimoniais para fazer frente ao risco da sua atividade e consequentes perdas patrimoniais em que pudessem incorrer em virtude da mesma. Estava assim criado o conceito de “adequação patrimonial da banca”, o qual visa garantir a solvabilidade das entidades bancárias e melhorar a sua capacidade de enfrentar perdas decorrentes da atividade, e que embora assuma relevância em entidades de quaisquer setores de atividade, assume particular importância no que respeita à atividade bancária em virtude da necessidade de proteção dos depositantes e da economia em geral⁴⁷, bem como dos contribuintes, na medida que, dada a relevância sistémica das instituições de crédito, os Estados podem ser levados a injetar fundos públicos para impedir a falência de instituições de crédito⁴⁸.

No âmbito do primeiro Acordo de Basileia, foi proposto um rácio de fundos próprios ponderados pelos ativos de risco de 8% e identificados os elementos que deveriam constituir os fundos próprios ou a *base se capital* das instituições de crédito, sendo que o capital de nível 1 (*tier 1 capital elements*) seria constituído por ações comuns representativas de capital social realizado e reservas. Como fundos de nível 2 seriam admissíveis reservas ocultas, reservas resultantes de reavaliação de ativos, provisões, instrumentos híbridos (com características de dívida e capital) e dívida subordinada. No contexto do referido rácio de fundos próprios de 8%, deveria ser assegurado um rácio de fundos próprios de nível 1 de pelo menos 4%, não podendo, para efeitos de inclusão nos rácios de fundos próprios, os elementos suplementares de *tier 2* ultrapassar a

⁴⁶ O teor deste documento foi incorporado pela Comunidade Europeia através da Diretiva 89/299/CEE, relativa aos fundos próprios das instituições de crédito, que introduziu nos textos legislativos a expressão “fundos próprios” e da Diretiva 89/647/CEE, de 18 de Dezembro, relativa a um rácio de solvabilidade das instituições de crédito (cfr. FRANCESCO ACCETTELLA, *L'Accordo...*, *op. cit.*, pp. 464-467).

⁴⁷ Cfr. *Ibidem*, p. 467.

⁴⁸ Sobre as especificidades da atividade bancária que justificarão uma tutela especial do legislador e dos reguladores da adequação da estrutura patrimonial das instituições de crédito aos riscos incorridos na respetiva atividade, vide, por todos, MIGUEL BRITO BASTOS, *A elegibilidade de valores mobiliários condicionalmente convertíveis em ações comuns (contingent convertibles) como fundos próprios das instituições de crédito na transição para Basileia III in O Novo Direito Bancário* (coord. PAULO CÂMARA e MANUEL MAGALHÃES), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 176-178.

quantidade de fundos *tier 1*, e não podendo os elementos de dívida subordinada ultrapassar metade dos elementos de *tier 1*⁴⁹.

Já em 1998, num comunicado intitulado *Instruments eligible for inclusion in Tier 1 capital*, datado de 27 de Outubro⁵⁰ – o qual veio lançar as bases da atual forma de regulação compreensiva dos instrumentos elegíveis para fundos próprios⁵¹ - considerou o Comité de Basileia que nos anos anteriores se havia assistido à emissão, por alguns bancos, de uma série de instrumentos de capital inovadores (*innovative capital instruments*), tais como instrumentos com cláusulas de *step-up* (isto é, instrumentos com opção, num determinado prazo, de reembolso de capital investido, cuja remuneração aumenta caso tal opção não seja exercida pela emitente), com o objetivo de gerar instrumentos elegíveis como fundos próprios de nível 1, considerando que tais instrumentos poderiam ser elegíveis como tal, nas condições a seguir enunciadas, e até ao limite de 15% da totalidade dos fundos de nível 1⁵².

Eram indicadas como características necessárias dos instrumentos de capital as seguintes: (i) deveriam estar emitidos e integralmente pagos; (ii) no caso de não ser efetuado um pagamento de remuneração, o mesmo deixaria de ser devido; (iii) deveriam ter capacidade de absorção de perdas da instituição num cenário de decurso normal da atividade (designadamente em função da características referida no ponto [ii]); (iv) os respetivos créditos deveriam ser subordinados relativamente a depositantes, credores comuns e credores

⁴⁹ Cfr. COMITÉ DE BASILEIA, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, p. 15.

⁵⁰ Também conhecido por “*Sydney Press Release*” ou “Comunicação de Sydney”, disponível em disponível em <http://www.bis.org/press/p981027.htm>).

⁵¹ MIGUEL BRITO BASTOS, *A elegibilidade*, op. cit., p. 176.

⁵² Esta limitação, estabelecida mesmo tendo em conta as características exigidas para instrumentos diferentes de ações elegíveis para capital de nível 1, foi justificada pelo Comité de Basileia que reafirmou que os fundos comuns disponibilizados por acionistas (i.e., ações comuns e reservas evidenciadas ou resultados transitados) são os elementos fundamentais de capital, na medida em que permitem às instituições de crédito, e de forma permanente, absorver perdas em situações de decurso normal da sua atividade, permitindo, da melhor forma, aos bancos conservarem os seus recursos em situações de pressão na medida em que estes podem, discricionariamente, decidir a quantia e o tempo do pagamento da remuneração acionista. Consequentemente, continua o Comité de Basileia, os fundos dos acionistas são a base das avaliações de mercado a respeito da adequação de capital, considerando ainda que os direitos de voto representam uma importante fonte de disciplina sobre a administração das instituições de crédito (Cfr. COMITÉ DE BASILEIA, *Instruments eligible for inclusion in Tier 1 capital*, 27 de Outubro de 1998).

subordinados; (v) os instrumentos não deveriam ter prazo de reembolso (característica da permanência); (vi) nem deveriam beneficiar de qualquer garantia prestada pela emitente ou por entidade relacionada ou de qualquer outro acordo que tivesse como efeito jurídico ou económico o aumento da senioridade do respetivo crédito face a outros credores da instituição; (vii) deveriam ser reembolsáveis por iniciativa do emitente apenas após o decurso de pelo menos cinco anos a contar da data de emissão, sujeito a aprovação da entidade de supervisão competente e sob a condição de serem substituídos por instrumentos de capital de semelhante ou melhor qualidade, exceto no caso de o a entidade supervisora considerar que sem tal substituição o capital da instituição permaneceria adequado. O Comité de Basileia especificou ainda que as características gerais que acabam de se mencionar, comuns a todos os instrumentos de capital suscetíveis de ser classificados de nível 1, poderiam ser combinadas com direitos de opção com uma cláusula de *step-up*, desde que o correspondente aumento da remuneração acordada apenas se pudesse verificar uma vez ao longo da vigência do instrumento, e no prazo mínimo de dez anos a contar da emissão do instrumento, e desde que o referido aumento não ultrapassasse um de dois limites quantitativos relativamente à taxa remuneratória inicial, a selecionar, discricionariamente pela autoridade de supervisão nacional⁵³.

Adicionalmente, eram ainda características obrigatórias dos instrumentos a considerar para efeitos do cálculo dos rácios de capital de nível 1 as seguintes: (i) as condições contratuais principais dos referidos instrumentos deveriam ser facilmente perceptíveis e de conhecimento público; (ii) os montantes a entregar a título de subscrição dos instrumentos deveria ser imediatamente disponibilizado aos bancos⁵⁴; (iii) que aos bancos fosse reconhecido o direito de decidir, de forma

⁵³ Os limites propostos pelo Comité de Basileia eram: (i) 1% (100 pontos base), menos o diferencial da taxa de *swap* entre a primeira taxa de referência e a taxa aplicável após o aumento ou (ii) 50% da margem (*spread*) inicial, menos o diferencial da taxa de *swap* entre a primeira taxa de referência e a taxa aplicável após o aumento.

⁵⁴ No documento ora em análise o Comité de Basileia admitia que os instrumentos de capital, quando emitidos por sociedades (SPVs) detidas pela instituição de crédito, ainda que minoritariamente, que entrassem no seu perímetro de consolidação, poderiam ser elegíveis para fundos próprios desta última, desde que, para além de todos os restantes critérios enunciados, fossem, por qualquer forma, disponibilizados à referida instituição, num momento previamente determinado, o qual deveria ser estabelecido de forma a verificar-se com vasta antecendência face a uma eventual detioração da situação patrimonial da instituição de crédito.

discricionária, o montante e o calendário de pagamentos da remuneração devida, direito esse só poderia encontrar-se subordinado a uma renúncia prévia a distribuições de resultados a favor dos titulares de ações ordinárias dos bancos, não sendo admissível qualquer limitação de acesso à emitente aos montantes não pagos por esta; e (iv) os pagamentos da remuneração acordada apenas poderiam ser efetuados a partir de *elementos distribuíveis*; (iv) no caso de a remuneração se encontrar previamente fixada, as condições contratuais do instrumento não poderiam prever o direito do seu titular à revisão das mesmas com base na alteração da notação creditícia do emitente⁵⁵.

Como se verá, parte das características atualmente obrigatórias dos instrumentos de conversão contingente – isto é, as condições do instrumento independentes da previsão de uma faculdade de conversão - para que estes sejam relevantes para fins regulatórios bancários, e não obstante as previsões mais restritas que vieram entretanto a ser adotadas - estavam já determinadas, pela pena do Comité de Basileia, em 1998, na sequência, como tipicamente acontece, da criatividade do mercado que, face à introdução de níveis mínimos de fundos próprios obrigatórios nas instituições de crédito, criou novos instrumentos com características e funções económicas semelhantes no que respeita à situação patrimonial das sociedades às do capital social, embora desprovidos de direitos sociais e representando diferentes custos para a sociedade, designadamente face ao seu tratamento fiscal.

Em 2004, o Comité de Basileia adotou o Novo Acordo de Capital (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*), conhecido por Basileia II, e que relativamente ao nível de fundos próprios exigido e às características dos instrumentos elegíveis para fundos próprios não apresentou novidades, tendo, no entanto, em matéria de rácios de fundos próprios, introduzindo novas tipologias de risco a considerar

⁵⁵ Cfr. COMITÉ DE BASILEIA, *Instruments...*, *op. cit.*

para efeitos de cálculos dos rácios de fundos próprios⁵⁶, bem como regras relativas à forma de cálculo desses riscos⁵⁷⁻⁵⁸⁻⁵⁹.

6.2. Acordo de Basileia III

A revisão do Acordo de Basileia II estava já em curso devido aos problemas detetados na sua aplicação⁶⁰ quando emergiu a crise financeira de 2007. Neste contexto, em Dezembro de 2010, foi publicado pelo Comité de Basileia o documento intitulado “*Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*” (o Acordo Basileia III)⁶¹. Desta feita, entre outros aspetos, foram introduzidas alterações significativas no que respeita à estrutura de fundos próprios das instituições de crédito, bem como previstas características adicionais dos instrumentos elegíveis como tal⁶².

⁵⁶ Para além do risco de crédito, já previsto no Acordo de Basileia I, também passaram a ser considerados os riscos de mercado e operacional.

⁵⁷ Em termos muito breves, nos termos do Acordo Basileia II foi conferida aos bancos a possibilidade de utilizar sistemas internos próprios de avaliação de risco – sujeitos a determinados requisitos –, que fossem mais completos e mais adequados aos tipos de risco e às especificidades de cada instituição, permanecendo a possibilidade de um método *standardizado*, diferente do previsto no Acordo de Basileia I, e baseado em avaliações de crédito efetuadas por agências de avaliação externas (cfr. FRANCESCO ACCETTELLA, *L'Accordo...*, op. cit., pp. 470-473).

⁵⁸ A criação de diferentes áreas de atuação no âmbito da supervisão bancária foi a grande inovação do Acordo de Basileia II, tendo passado a considerar-se a existência de três pilares: o Primeiro Pilar, relativo aos requisitos mínimos de fundos próprios para cobertura dos riscos de crédito, de mercado e operacional; o Segundo Pilar relativo às medidas de supervisão e o Terceiro Pilar, relativo às obrigações de prestação de informação sobre a situação financeira e a solvabilidade das instituições (cfr. LUIS MÁXIMO DOS SANTOS, *Regulação e supervisão Bancária*, op. cit., pp. 116-117 e FRANCESCO ACCETTELLA, *L'Accordo...*, op. cit., pp. 470-475).

⁵⁹ Por sua vez, conteúdo deste Acordo foi adotado pela Diretiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006 (relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e seu exercício) e pela Diretiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, da mesma data (relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito) (cfr. LUIS MÁXIMO DOS SANTOS, *Regulação e supervisão Bancária*, op. cit., p. 116).

⁶⁰ Mormente relacionadas com a excessiva confiança concedida ao método genérico de avaliação de risco baseada na avaliação dos créditos por agências de avaliação externas, com a variedade e complexidade dos métodos de avaliação de risco internos das instituições de crédito, com os efeitos pro-cíclicos da estrutura de fundos próprios das instituições e pela inexistência de obrigação de cálculo de riscos de liquidez (cfr. FRANCESCO ACCETTELLA, *L'Accordo...*, op. cit., pp. 475-476).

⁶¹ Disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>.

⁶² Para uma análise das alterações introduzidas pelo Acordo de Basileia III, cfr. MANUEL MAGALHÃES, *A Evolução do Direito Prudencial...* op. cit., pp. 317 ss.

Em termos quantitativos, prevê o Acordo que o rácio de fundos próprios face aos riscos de crédito se deverá manter em 8%, passando no entanto a ser exigível um rácio de 6% de fundos próprios de nível 1 (contra os 4% anteriormente exigidos), os quais podem ser fundos próprios principais (pelo menos 4,5%) ou adicionais.

No que respeita aos aspetos qualitativos, relembramos que no Acordo de Basileia I, após a emissão da Comunicação de Sydney, o conjunto dos instrumentos de fundos próprios de nível 1 passou a ser constituído por instrumentos de capital de diferente natureza – não só ações comuns (a par dos restantes elementos de capitais próprios identificados no Acordo) mas também os denominados instrumentos inovadores de capital -, que, no entanto, apresentavam um conjunto de características em comum, a que acresciam especificidades que não implicavam que fossem integrados em diferentes categorias de fundos próprios de nível 1, ainda que a elegibilidade dos novos instrumentos de capital fosse limitada a uma certa proporção.

No Acordo de Basileia III, o Comité optou por subdividir em duas subcategorias o conjunto de fundos próprios de nível 1, criando a categoria dos fundos próprios principais de nível 1 (*core tier 1* ou *common equity tier 1*) e dos fundos próprios adicionais de nível 1 (*additional tier 1*). No contexto desta divisão, o Comité de Basileia alterou os critérios de elegibilidade para os fundos próprios principais de nível 1, mantendo o anterior elenco de instrumentos e elementos patrimoniais passíveis de ser classificados enquanto tal⁶³, mas prevendo, no entanto, características mais restritas para as ações, as quais, ainda que possam não atribuir direito de voto aos seus titulares, deverão ser perpétuas e sem previsão de reembolso nem expectativas de amortização ou aquisição pela emitente, sem que os dividendos a distribuir possam estar relacionados com o valor nominal das ações, não podendo, designadamente, ser devidos valores mínimos a título de distribuições, passando, assim, a ser apenas consideradas as ações comuns⁶⁴.

⁶³ Com exceção dos chamados instrumentos inovadores de capital, e prevendo especificamente os prémios de emissão de ações comuns.

⁶⁴ Cfr. COMITÉ DE BASILEIA, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, p. 12-15.

Já a subcategoria, prevista de forma inédita no Acordo de Basileia III, dos fundos próprios adicionais de nível 1 e que terá tido, pelo menos parcialmente, a sua origem nos já referidos instrumentos inovadores de capital, também apresenta requisitos mais apertados do que os antes especificamente previstos para os instrumentos que se caracterizavam pelas cláusulas de *step-up*.

Assim, podem ser elegíveis para esta categoria os instrumentos que, não preenchendo os requisitos dos fundos próprios principais de nível 1, reúnam algumas das características anteriormente previstas para a categoria geral de fundos próprios de nível 1, mantendo-se as características previamente exigíveis a respeito da (i) verificação do pagamento do montante correspondente à subscrição do instrumento, (ii) subordinação, (iii) inexistência de garantias prestadas pelo emitente ou entidade relacionada, (iv) possibilidade de reembolso do capital recebido por iniciativa do emitente, no mínimo cinco anos após a subscrição e sujeito a autorização da entidade de supervisão e a manutenção da adequação do rácio de fundos próprios; (v) princípio da discricionariedade da emitente relativa à realização dos pagamentos, indicação de que estes apenas podem ser realizados mediante recurso aos elementos distribuíveis e indicação de que a utilização do dinheiro correspondente às remunerações não pagas não pode ser limitada com exceção de restrições à remuneração acionista, bem como (vi) proibição de renegociação da remuneração acordada em virtude de alterações verificadas na situação económica da sociedade.

Ainda assim, mesmo relativamente a estes aspetos, em que se mantêm as exigências anteriores, o Acordo prevê em maior detalhe o clausulado das condições contratuais de emissão, dando indicações mais ou menos precisas sobre limitações ao conteúdo de cláusulas relacionadas com as matérias que acabam de ser referidas, com o objetivo de evitar o surgimento de dúvidas em relação às mesmas que venham dificultar ou obstar à efetiva concretização das funcionalidades dos instrumentos em causa enquanto instrumentos de fundos próprios.

Por outro lado, verificaram-se significativas alterações a respeito de outros critérios de exigibilidade destes instrumentos. Desta forma, os instrumentos elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1 deixam de poder prever,

associadas ao direito de opção de reembolso que pode ser reconhecida à emitente, cláusulas de *step-up* ou quaisquer outros incentivos ao reembolso do instrumento e a aquisição ou amortização do instrumento fica dependente de prévia autorização da entidade supervisora (questões que não eram referidas no quadro regulatório anterior).

Esclarece ainda que o passivo correspondente a estes instrumentos não deve poder ser considerado como passivo relevante para efeitos de insolvência nos ordenamentos em que seja relevante o critério do balanço como critério determinante para a verificação de situação de insolvência.

Adicionalmente, como grande novidade, com grande relevância para o tema do presente trabalho, e na sequência da análise sobre a amplitude dos efeitos da crise financeira, o Comité de Basileia entendeu que seria característica essencial dos instrumentos classificáveis como fundos próprios de nível 1 – e portanto também dos designados fundos próprios adicionais - a sua capacidade, em qualquer circunstância, e ainda mais em circunstâncias de crise, de absorção de perdas incorridas pela emitente. Neste contexto, prevê o Acordo de Basileia III que os instrumentos elegíveis para fundos adicionais de nível 1, para além das características já enunciadas, deverão ser, mediante a verificação de um determinado evento, objetivo e previamente especificado, passíveis de conversão em ações comuns - transformando-se, definitivamente, em valores mobiliários dessa natureza e, consequentemente, em fundos próprios principais de nível 1 - ou passíveis de ver o respetivo valor nominal reduzido, deixando este, na medida da redução, de poder ser reclamado mesmo em caso de liquidação da instituição emitente, de poder ser reembolsado em caso de exercício de opção pela emitente do direito de reembolso e passando a respetiva remuneração a ter por referência apenas o valor nominal do instrumento após a redução.

Por fim, e tendo em conta que o Acordo de Basileia III adota uma perspetiva incentivadora da capitalização das instituições de crédito, com os fundos da melhor qualidade possível, exige-se ainda, de forma muito genérica, com recurso a um conceito indeterminado e a um exemplo tipo, que as condições contratuais da emissão não sejam aptas a constituir qualquer obstáculo à recapitalização da instituição de crédito, indicando, não serem admissíveis disposições que

prevejam a obrigação de compensação do titular dos instrumentos pela emitente no caso de outros instrumentos⁶⁵ virem a ser emitidos a preços inferiores.

Por fim, e atendendo às finalidades prudenciais dos instrumentos de fundos próprios, são ainda elencadas restrições quanto às entidades que podem ser titulares dos elementos elegíveis para fundos próprios, não podendo ser considerados enquanto tal os instrumentos detidos por entidades relacionadas com as instituições emitentes (sob pena de as perdas que se visam absorver serem incorridas em esferas relacionadas com a própria instituição de crédito, tendo semelhantes consequências na situação patrimonial desta às que se verificariam caso os instrumentos em causa nunca tivessem sido emitidos).

O Acordo de Basileia III, na sua versão inicial, classificava os fundos próprios de nível 1 como *going-concern capital* em contraposição com os fundos próprios de nível 2 (*tier 2 capital*)⁶⁶, os quais se classificam como *gone-concern capital*⁶⁷. Assim, considerou o Comité de Basileia que fundos próprios de nível 1 seriam aqueles que permitem a uma instituição de crédito suportar perdas incorridas no decurso normal da sua atividade, na medida em que essas perdas são transferidas para os titulares dos instrumentos ou beneficiários de outros elementos patrimoniais que, para além de financiarem a sociedade sem direito ao reembolso do capital entregue enquanto a sociedade não seja extinta, deixam de beneficiar das vantagens patrimoniais associadas à relação jurídica que mantém

⁶⁵ No texto do Acordo não é feita qualquer especificação sobre o tipo de instrumentos em causa, pelo que, atendendo à finalidade da restrição, tendemos a considerar que se tratará de qualquer tipo de instrumento elegível como fundo próprio de nível 1, principal ou adicional.

⁶⁶ Os fundos próprios de nível 2 deverão reunir as seguintes características: (i) o montante da subscrição deve encontrar-se integralmente pago; (ii) os respetivos créditos são subordinados em relação aos créditos dos depositantes e dos credores comuns da instituição; (iii) os créditos não podem ser por qualquer forma garantidos pela instituição emitente ou entidades com esta relacionadas; (iv) o prazo inicial de reembolso não poderá ser inferior a cinco anos (sendo sucessivamente amortizados dos fundos próprios da instituição à medida que o período para o reembolso vai decorrendo) e não são admissíveis incentivos ao reembolso (como, por exemplo, as já referidas cláusulas de *step-up*); (v) também um eventual exercício de direito de reembolso antecipado pela emitente só pode verificar-se pelo menos cinco anos após a emissão do instrumento, sujeita a prévia autorização da entidade de supervisão competente e à sua substituição ou manutenção dos fundos próprios adequados; (vi) exceto em caso de insolvência ou liquidação, ao titular dos instrumentos não pode ser concedido o direito de declarar o vencimento antecipado de prestações vincendas a título de juros ou reembolso de capital, e as condições de emissão não podem prever o direito a este de revisão da taxa remuneratória acordada em caso de alteração das circunstâncias de solvabilidade da instituição (*i.e.*, da sua notação creditícia), sendo ainda previstas restrições à subscrição destes instrumentos pela instituição ou entidades relacionadas, em termos semelhantes aos previstos para os fundos próprios de nível 1.

⁶⁷ Cfr. COMITÉ DE BASILEIA, *Basel III...*, *op. cit.* p. 12.

com a emitente, contribuindo para o normal decurso da sua atividade. Já os fundos próprios de nível 2 são classificados como *gone concern capital* na medida em que o financiamento à sociedade é feito a título temporário, ainda que estável e mais ou menos prolongado, havendo, em circunstâncias normais lugar ao reembolso, e os seus titulares apenas participam nas perdas da sociedade em circunstâncias em que esta já não consegue honrar os seus compromissos para com terceiros, ficando subordinados no seu direito ao cumprimento aos direitos de crédito dos credores comuns e privilegiados.

Porém, importa realçar que o Comité de Basileia, numa comunicação datada de 13 de Janeiro de 2011 acerca das conclusões finais do Comité sobre as reformas do capital regulatório das instituições de crédito, com um documento anexo intitulado “*Minimum requirements to ensure loss absorbency at the point of non-viability*”⁶⁸, veio pronunciar-se sobre a necessidade de assegurar que tanto os instrumentos elegíveis como fundos próprios adicionais de nível 1 (*non-common Tier 1*) como os fundos próprios de nível 2 fossem aptos a absorver perdas de instituições de crédito que se encontrassem em situações de inviabilidade (isto é, a absorver perdas numa situação de *gone-concern*) prioritariamente aos Estados, isto é, aos respetivos contribuintes. Neste âmbito, foram introduzidas novas especificidades, adicionais àquelas já previstas no Acordo de Basileia III, que à luz deste Acordo, deverão estar plasmadas nas condições de emissão dos instrumentos passíveis de serem classificados como fundos próprios adicionais de nível 1 e de nível 2, e que são as seguintes: no caso dos instrumentos elegíveis como fundos adicionais de nível 1, que nos termos do Acordo de Basileia III devem poder ser convertidos em ações comuns ou ver o seu valor nominal reduzido mediante a verificação de um determinado evento previamente acordado pelas partes, deverão também poder ser convertidos em ações comuns ou reduzidos no respetivo valor nominal⁶⁹ por iniciativa da entidade de supervisão competente no caso de, consoante o que ocorra primeiro, (i) na opinião desta entidade a conversão dos instrumentos em ações comuns ou a redução do seu valor nominal ser necessária para que a atividade da instituição

⁶⁸ Disponível em <http://www.bis.org/press/p110113.pdf>.

⁶⁹ Sem prejuízo de as condições de emissão preverem a compensação do titular do instrumento cujo valor nominal seja reduzido, a qual, no entanto, só poderá verificar-se mediante a entrega de ações comuns.

de crédito não se torne inviável; (ii) ser decidido recorrer-se a investimento público para evitar a inviabilidade da instituição de crédito, devendo a conversão dos instrumentos em ações verificar-se previamente à realização do investimento público⁷⁰.

7. As Diretivas da União Europeia em matéria de fundos próprios

7.1. Diretivas 89/299/CEE e 89/647/CEE (adoção do Acordo de Basileia I)

Como se pode depreender do que foi acima dito, existe uma relação entre a emissão de propostas de regulação e supervisão bancária pelo Comité de Basileia e a introdução de alterações na legislação da União Europeia. Assim, na sequência da publicação do Acordo de Basileia I, foram publicadas a Diretiva 89/299/CEE, de 17 de Abril, relativa aos fundos próprios das instituições de crédito e a Diretiva 89/647/CEE, de 18 de Dezembro, relativa ao rácio de solvabilidade das instituições de crédito.

Nestes termos, entendeu o legislador europeu, já com vista à construção de um mercado interno no sector bancário (designadamente para evitar distorções concorrenciais), estabelecer regras de base comuns a respeito dos fundos próprios das instituições de crédito, defendendo que um critério de avaliação das instituições de crédito baseado nos respetivos fundos próprios seria aptos a permitir a avaliação da solvabilidade das mesmas. Neste contexto, o legislador europeu considerou, em termos gerais, que os instrumentos e elementos patrimoniais elegíveis como tal seriam aqueles que fossem devidamente adequados para a absorção de perdas que não pudessem ser cobertas pelo volume de lucros das instituições⁷¹.

⁷⁰ O Comité de Basileia refere, no entanto, no mesmo documento, que tais cláusulas poderão ser dispensadas no caso de a legislação aplicável prever a conversão dos instrumentos em ações comuns ou a redução do seu valor nominal mediante a ocorrência dos referidos eventos ou se por outra forma obrigar a que os titulares de tais instrumentos absorvam as perdas da instituição de crédito previamente aos contribuintes, e desde que seja divulgado pela entidade supervisora e pela instituição emitente que tais instrumentos ficam sujeitos ao referido regime legal.

⁷¹ Cfr. Considerandos Primeiro a Quarto da Diretiva 89/299/CEE, de 17 de Abril.

Através da Diretiva 89/299/CEE, de 17 de Abril, ora em análise, pretendeu o legislador europeu abranger o maior número possível de elementos que considerava reunirem as características necessárias para serem elegíveis como fundos próprios, pretendendo, para esse efeito, defini-los de forma suficientemente genérica de forma a abranger o conjunto dos elementos que constituíam fundos próprios nos Estados-membros. O legislador europeu admitiu a existência, no leque de elementos de fundos próprios a considerar, de elementos de diferentes graus de qualidade, tendo estabelecido a categoria dos fundos próprios de base e dos fundos próprios complementares, e traçado limites quantitativos relativamente a estes últimos (e dentro destes últimos a certos instrumentos especificamente identificados), deixando margem aos Estados-membros para estabelecer critérios quantitativos e qualitativos mais rigorosos⁷².

Na determinação dos elementos elegíveis para fundos próprios, o legislador europeu adotou os tipos de instrumentos e elementos patrimoniais genericamente indicados no Acordo de Basileia I, prevendo no entanto, com um maior grau de detalhe cada um dos instrumentos ou elementos patrimoniais admissíveis. Assim, foram admitidos como fundos próprios sem sujeição a qualquer limitação os instrumentos de capital, bem como reservas⁷³, incluindo os instrumentos de capital os respetivos prémios de emissão e também ações preferenciais não cumulativas, assim como provisões constituídas para riscos de crédito⁷⁴.

Com limitações quantitativas de admissibilidade (apenas podiam contribuir até metade da totalidade dos fundos próprios da instituição, sendo a restante metade constituída necessariamente por instrumentos de capital e reservas) podiam ainda ser considerados quaisquer outros elementos, independentemente da respetiva designação jurídica ou contabilística, cujos valores estivessem

⁷² Cfr. Considerandos Quinto a Oitavo da Diretiva 89/299/CEE, de 17 de Abril.

⁷³ Ambos na aceção do artigo 22.º da Diretiva 86/635/CEE – Diretiva do Capital, para o qual o regulamento UE 575/2013 ainda continua a remeter.

⁷⁴ No Acordo Basileia I as provisões eram considerados fundos próprios de nível 2. Na Diretiva 89/299/CEE o legislador entendeu, no entanto, incluir estes elementos na classe dos fundos próprios não sujeitos a qualquer limitação quantitativa, ficando a sua inclusão nessa categoria sujeita às conclusões dos debates ainda em curso à altura (cfr. Considerando Nono da Diretiva 89/299/CEE).

devidamente contabilizados e confirmados por auditores independentes e que fossem aptos a suportar quaisquer perdas da instituição.

Com semelhantes limitações, eram ainda considerados fundos próprios as reservas de reavaliação, as ações preferenciais cumulativas, e os títulos de duração indeterminada e outros instrumentos, integralmente subscritos, que (i) não pudessem ser reembolsáveis por iniciativa do seu titular ou sem autorização da entidade reguladora; (ii) previssem o *diferimento* de pagamento de juros, sem limitação à utilização dos montantes em dívida pela instituição de crédito, designadamente para a absorção de perdas; (iii) originassem créditos subordinados aos créditos de todos os restantes credores. Por fim, sujeitos a limites ainda mais estritos – um quarto dos fundos próprios totais depois de efetuadas as deduções legalmente previstas – eram ainda admissíveis as ações preferenciais cumulativas remíveis e os empréstimos subordinados⁷⁵, com um prazo inicial de pelo menos cinco anos e sem previsão de circunstâncias de vencimento antecipado⁷⁶.

Por sua vez, a referida Diretiva 89/647/CEE, de 18 de Dezembro veio adotar o rácio de fundos próprios em função de elementos do ativo e extrapatrimoniais sujeitos a risco de crédito, que designou de *rácio de solvabilidade*, e que fixou no mínimo de 8%, conforme proposto pelo Comité de Basileia, podendo os Estados-Membros determinar rácios mais elevados⁷⁷. Nos termos do que foi dito no parágrafo anterior, o rácio geral de fundos próprios seria de 8%, o rácio de fundos próprios de maior qualidade (fundos próprios de base) não poderia ser inferior a 4%, não podendo, por seu turno, o rácio de fundos próprios de menor qualidade (fundos próprios complementares) ultrapassar o nível de fundos próprios de base, na medida em que era calculado por referência àquele e prevendo-se ainda um sublimite para uma sub-categoria de fundos complementares de qualidade inferior, que não poderia ultrapassar metade dos fundos próprios de base.

As referidas Diretivas foram sendo sucessivamente alteradas, tendo sido revogadas pela Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de

⁷⁵ Nos termos detalhadamente previstos no n.º 3 do artigo 4.º da Diretiva 89/299/CEE.

⁷⁶ Cfr. Artigos 2.º, 3.º e 6.º da Diretiva 89/299/CEE.

⁷⁷ Cfr. Artigos 3.º e 10.º da Diretiva 89/647/CEE.

20 de Março de 2000, que consolidou as alterações entretanto efetuado no texto de ambas as diretivas por diretivas entretanto publicadas e procedeu à junção num único texto legislativo da regulação sobre as condições de acesso e exercício da atividade das instituições de crédito. De todo o modo, as sucessivas alterações verificadas não trouxeram modificações relevantes à Diretiva 89/299/CEE no que respeita às características dos instrumentos e elementos elegíveis para fundos próprios.

7.2. Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE (adoção do Acordo de Basileia II)

A Diretiva 2000/12/CE esteve em vigor até à publicação da 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e seu exercício, que, juntamente com a Diretiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito veio adotar a nova regulamentação em matéria de regulação e supervisão bancária trazidas pelo Acordo de Basileia II, não tendo, assim⁷⁸, introduzido alterações, aquando da respetiva publicação, relativas às características dos instrumentos e outros elementos patrimoniais elegíveis para fundos próprios.

7.3. A Diretiva 2009/111/CE

As Diretivas mantiveram-se assim em vigor, ainda que com algumas alterações que não relevam para a matéria em análise, até à crise financeira que teve início em 2007.

Porém, como forma de reação ao impacto da mesma na situação económica e patrimonial das instituições de crédito e no contexto das diversas medidas tomadas de forma a minimizar os efeitos da referida crise – designadamente relativas ao recurso ao investimento público - foi publicada a Diretiva 2009/111/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009

⁷⁸ Cfr. Final do Ponto 6.1 supra com breve referência ao Acordo de Basileia II.

que, nesse contexto, veio alterar substancialmente as referidas Diretivas, em particular a Diretiva 2006/48/CE visando, designadamente, reagir à insuficiência de regulação dos fundos próprios das instituições, pela qual se veio a concluir na sequência da referida crise.

O legislador, através da Diretiva 2009/111/CE pretendeu introduzir alterações na regulamentação sobre regulação e supervisão bancária em vigor, na tentativa de corrigir as incorreções e insuficiências regulatórias que terão contribuído para a verificação e impacto da crise financeira⁷⁹. Neste contexto, o legislador desde logo reconheceu o papel dos instrumentos de capital híbrido na gestão dos fundos próprios das instituições de crédito, na medida em que estes permitiriam diversificar a estrutura de capital das instituições de crédito, potenciando o aumento do universo de investidores a quem recorrer para a angariação de fundos próprios pelas instituições de crédito⁸⁰⁻⁸¹.

Através desta diretiva, o legislador veio esclarecer que algumas das características já previstas para a categoria genérica de “outros instrumentos”⁸² deveriam aplicar-se aos instrumentos híbridos agora expressa e especificamente reconhecidos, sendo elas as seguintes: (i) não serem reembolsáveis por iniciativa

⁷⁹ A Diretiva surge após e na sequência a publicação do chamado *Relatório de Larosiére* (disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf), documento publicado em 25 de Fevereiro de 2009 e elaborado por uma equipa chefiada por Jacques de Larosiére e que teve por objetivo identificar as falhas regulatórias, de supervisão e de gestão de risco que estiveram na origem e contribuíram para a propagação dos efeitos da crise financeira, apresentando um pacote de soluções a implementar.

⁸⁰ Cfr. Considerando Terceiro da Diretiva 2009/111/CE.

⁸¹ O texto da Diretiva faz ainda referência à Comunicação de Sydney de 28 de Outubro de 1998 por meio da qual o Comité de Basileia reconheceu a elegibilidade de instrumentos híbridos que previssem nas respetivas condições contratuais opções de reembolso a exercer pelo emitente associadas a cláusulas de *step-up* na remuneração em caso de não exercício da opção, tendo o Comité nessa mesma Comunicação definido com maior detalhe as características contratuais dos instrumentos elegíveis para fundos próprios (cfr. Ponto 6.1 supra). Ora, o legislador europeu não chegou a alterar o texto das Diretivas em função do conteúdo da referida Comunicação. É certo que a Diretiva 89/299/CEE previu, desde logo, com maior detalhe as características dos instrumentos suscetíveis de integrarem os fundos próprios das instituições de crédito – em contraponto com o Acordo de Basileia I no qual se optou por elencar genericamente as características de instrumentos ou elementos patrimoniais elegíveis sem descrição das respetivas características e funcionalidades –, no entanto, a Diretiva 89/299/CEE e as que lhe sucederam, ainda que não contivessem qualquer disposição suscetível de obrigar à não admissibilidade de instrumentos com essas características para efeitos de fundos próprios das instituições de crédito – na medida em que não limitavam essa elegibilidade a instrumentos que tivessem prazo de reembolso nem nada dizia quanto a incentivos ao mesmo –, nunca chegaram a prever expressamente a admissibilidade de instrumentos com as referidas características.

⁸² Já prevista no artigo 3.º, n.º 2 da Diretiva 89/299/CEE e subsequentemente no artigo 63º, n.º 2 da Diretiva 2006/48/CE.

do titular; (ii) subordinação do respetivo crédito a credores subordinados na instituição; (iii) possibilidade de capital e remuneração não pagos absorverem prejuízos da instituição num cenário de normal exploração da sua atividade; (iv) os montantes subscritos estarem efetivamente realizados. A diretiva aditou ainda um novo artigo à Diretiva 2006/48/CE⁸³ com a enumeração das características específicas dos instrumentos híbridos de capital, sendo estas as seguintes: (i) não terem prazo de vencimento, ou tendo, que não fosse inferior a 30 anos; (ii) previsão de uma ou mais opções de compra pelo emitente, a serem exercidas discricionariamente, e apenas após o decurso de um período de cinco anos a contar da data de emissão; (iii) com admissibilidade de um incentivo moderado ao reembolso (e.g. as denominadas cláusulas de *step-up*) que apenas poderia verificar-se após dez anos a contar da emissão do instrumento, e em articulação com as datas de vencimento do instrumento, caso existissem; (iv) o reembolso ou reembolso antecipado dos instrumentos, só poderia verificar-se mediante a autorização da entidade reguladora, solicitada pela emitente, que poderia ser concedida se as condições de financiamento e solvência da instituição de crédito emitente se mostrassem acauteladas, podendo ser exigida a substituição dos instrumentos a reembolsar por outros de qualidade semelhante ou superior para efeitos de integração dos fundos próprios da instituição e, no caso dos instrumentos com prazo de vencimento, as autoridades reguladoras deveriam exigir a suspensão do respetivo reembolso caso os fundos próprios da instituição se tornassem insuficientes ou a situação financeira e de solvência da sociedade não ficasse assegurada na sequência da verificação do referido reembolso; (v) alterações no tratamento fiscal ou regulatório dos instrumentos poderiam justificar o respetivo reembolso; (vi) à instituição de crédito deveria ser reconhecido o direito de cancelar, *se necessário*, o pagamento de remuneração, a qual deixaria, definitivamente, de ser devida⁸⁴; a instituição deveria, no entanto, cancelar os referidos pagamentos no caso de a emitente se encontrar em incumprimento do rácio de fundos próprios ou se esse pagamento levasse a esse incumprimento; às instituições reguladoras deveria ser reconhecido o poder de

⁸³ O artigo 63.º-A.

⁸⁴ O que constituía uma propriedade original destes instrumentos face à categoria residual de outros instrumentos já prevista anteriormente, no âmbito da qual os instrumentos apenas deveriam prever a possibilidade de deferimento do pagamento de juros.

exigirem o não cumprimento da obrigação de pagamento remuneratório atendendo à situação financeira da instituição. O pagamento dos juros ou dividendos poderia, em alternativa ao não pagamento, e caso a instituição de crédito assim o entendesse, ser efetuado em espécie, mediante a entrega ao titular do instrumento de instrumentos de capital de maior qualidade (v.g. ações comuns ou preferenciais não cumulativas), ficando as entidades reguladoras dos Estados-membros autorizadas a preverem condições específicas para esta forma de pagamento da remuneração acordada; (vii) as disposições dos instrumentos deveriam ainda prever que o montante de capital dos instrumentos bem como os juros ou dividendos não pagos seriam aptos a absorver as perdas incorridas pela instituição e não impediriam a recapitalização da instituição⁸⁵; (viii) em sede de liquidação ou insolvência o reembolso do montante dos instrumentos apenas seria prioritário face aos instrumentos de capital em sentido estrito.

Esta Diretiva, que, frisamos, é anterior ao Acordo de Basileia III, não previu como característica necessária dos instrumentos híbridos a possibilidade de estes serem convertidos em ações ordinárias ou verem o seu valor nominal reduzido em caso de verificação de um determinado evento indicativo da degradação dos fundos próprios da instituição ou da sua situação financeira. Porém, o texto legislativo admite já essa possibilidade ao atribuir um tratamento mais favorável, quando comparado com os restantes instrumentos híbridos, no que respeita aos limites quantitativos da respetiva inclusão nos fundos próprios da instituição relevantes para fins regulatórios, aos instrumentos convertíveis em instrumentos de capital em situações de emergência ou que possam ser convertidos por iniciativa da autoridade reguladora competente com base na situação financeira e de solvência da instituição⁸⁶.

⁸⁵ A Diretiva previa que o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (atual Autoridade Bancária Europeia) ficaria incumbido da tarefa de prever que mecanismos contratuais seriam adequados para assegurar que os instrumentos híbridos cumpriram estes requisitos.

⁸⁶ Os instrumentos de conversão contingente poderiam representar metade dos fundos próprios constituídos pelos instrumentos de capital tradicionais e provisões e pelos instrumentos híbridos, enquanto os restantes poderiam representar 35% e os instrumentos a prazo e com incentivo ao reembolso poderiam representar 15%. Notamos que, apesar da limitação a 50% do total dos instrumentos de melhor qualidade que lhes era aplicável, para efeitos de determinação da estrutura de fundos próprios atendendo às limitações quantitativas de cada um dos tipos de instrumentos, os instrumentos híbridos, que respeitassem as características determinadas na nova versão da diretiva, estavam integrados no mesmo grupo dos instrumentos de capital tradicionais, em conjunto ainda com as provisões, em contraposição com outros elementos

As disposições da Diretiva vieram a ser interpretadas e desenvolvidas pelas orientações do Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária, organismo que veio entretanto dar lugar à Autoridade Bancária Europeia, a qual também emitiu orientações relevantes nesta matéria⁸⁷. Sem prejuízo dos desenvolvimentos regulamentares verificados (que incluíram a própria referência expressa e detalhada aos instrumentos de capital híbrido e de conversão contingente para efeitos de aumento do rácio de fundos próprios das instituições de crédito), resultava do próprio texto legislativo a provisoriedade do quadro regulamentar trazido pela Diretiva 2009/111/CE⁸⁸.

7.4. A Diretiva 2013/36/EU e o Regulamento UE n.º 575/2013

E foi já após a publicação da Diretiva 2009/111/CE, que foi publicado o novo Acordo de Basileia, o Acordo de Basileia III, o qual apresentava nova regulamentação em matéria de instrumentos híbridos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios⁸⁹, tendo ainda sido publicados estudos doutrinários relativos a instrumentos de conversão contingente por organizações

patrimoniais (como reservas de reavaliação, outros instrumentos que não reunissem as novas características previstas no artigo 63.º-A; empréstimos subordinados ou ações preferenciais cumulativas) (cfr. artigo 66.º da Diretiva 2006/48/CE na redação que lhe foi dada pela Diretiva 2009/111/CE).

⁸⁷ Cfr. COMITÉ DAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE SUPERVISÃO BANCÁRIA, *Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments*, datado de 10 de Dezembro de 2009 quanto aos instrumentos híbridos referidos no artigo 63.º-A da Diretiva 2006/48/CE (disponível em https://www.eba.europa.eu/documents/10180/16094/cebs50_Guidelines.pdf) e ainda *Implementation Guidelines regarding Instruments referred to in Article 57(a) of Directive 2006/48/EC recast*, de 14 de Junho de 2010, quanto aos instrumentos de capital referidos na alínea a) do artigo 57.º da mesma Diretiva (disponível em https://www.eba.europa.eu/documents/10180/16094/Guidelines_article57a.pdf) e AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA, *EBA Recommendation on the creation and supervisory oversight of temporary capital buffers to restore market confidence (EBA/REC/2011/1)*, de 8 de Dezembro de 2011, documento dirigido às instituições de crédito europeias com maior risco sistémico, as quais deveriam aumentar o rácio de fundos próprios para se encontrarem mais aptas a suportar as potenciais perdas no contexto da crise financeira, e que incluía uma ficha técnica indicando as condições de emissão de instrumentos híbridos de conversão contingente que deveriam ser seguidas no âmbito de emissão de instrumentos para aumento do rácio dos fundos próprios.

⁸⁸ O número 6 do artigo 63.º-A da Diretiva 2006/48/CE previa que até 31.12.2011, a Comissão Europeia deveria rever a aplicação desse artigo, contendo as características dos instrumentos de capital híbrido, bem como do artigo 57.º, alínea a) (relativo aos instrumentos de capital *stricto sensu*) e comunicar ao Parlamento Europeu e ao Conselho as suas propostas que considerasse adequadas a garantir a qualidade dos fundos próprios.

⁸⁹ Cfr. Ponto 6.2 supra.

internacionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI)⁹⁰, para além da extensa doutrina económica sobre a matéria⁹¹.

Neste contexto, e de forma a prever um novo quadro legislativo em matéria de regulação e supervisão bancária, em 26 de Junho de 2013, foi aprovada a Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e empresas de investimento, que veio assim revogar a Diretivas 2006/48/CE (bem como a Diretiva 2006/49/CE)⁹².

No entanto, a matéria relativa aos fundos próprias das instituições de crédito – instrumentos elegíveis, formas de cálculo, determinação dos rácios -, que era desde 1989 tratada no âmbito das diretivas, enquanto instrumento legislativo no qual se veiculam as orientações da União Europeia que devem ser transpostas, com maior ou menor margem de liberdade, pelos legisladores internos dos Estados-Membros, tornou-se, na mesma data, objeto do novo Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento (de ora em diante designado, e já referido ao longo deste trabalho, como Regulamento UE 575/2013), passando a regulamentação nele prevista, tendo em conta a sua natureza jurídica, aplicabilidade direta na ordem jurídica dos Estados-membros, sem necessidade e margem de transposição pelos legisladores nacionais⁹³⁻⁹⁴⁻⁹⁵⁹⁶.

⁹⁰ Cfr. CEYLA PAZARBASIOGLU, JIANPING ZHOU, BANESSA LE LESLÉ, MICHAEL MOORE, *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, Fundo Monetário Internacional, 25 de Janeiro de 2011 (disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1101.pdf>).

⁹¹ Para uma compilação da doutrina mais relevante vide MARK J. FLANNERY, *Contingent Capital Instruments... op. cit.*

⁹² Nos termos dos poderes atribuídos à União Europeia, em matéria legislativa, pelo artigo 53.º, número 1 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), a Diretiva contém, nomeadamente, disposições relativas ao acesso à atividade das instituições, às modalidades do seu governo e ao seu quadro de supervisão, tais como as disposições que regem a autorização da atividade, a aquisição de participações qualificadas, o exercício da liberdade de estabelecimento e da liberdade de prestação de serviços, aos poderes das autoridades competentes dos Estados-Membros de origem e de acolhimento e as disposições que regem o capital inicial e a supervisão das instituições.

⁹³ O legislador europeu justificou a sua opção, inovadora, de passar a regular certos aspetos em matéria de supervisão prudencial, através deste instrumento legislativo, fazendo referência à criação do mecanismo de supervisão único europeu, entendendo que a maior harmonização das regras de regulação financeira contribuiria de forma determinante para o funcionamento do mercado interno, facilitando a prestação de serviços transfronteiriços e a liberdade de estabelecimento, aumentando a segurança jurídica e criando condições concorrenciais equitativas no seio da União Europeia (cfr. Considerandos Segundo, Sétimo, Oitavo e Nono do Regulamento EU 575/2013), fundamentando, ao abrigo artigo 114.º do TFUE, esta opção legislativa.

É do Regulamento UE 575/2013 que consta, então, a disciplina atualmente aplicável às instituições financeiras sujeitas à supervisão das autoridades reguladoras da União Europeia (central e nacionais) em matéria de fundos próprios, nela se incluindo, com maior relevância para o âmbito deste trabalho, o nível de fundos próprios mínimos que deve compor a situação patrimonial de cada instituição, e as características que tais instrumentos devem reunir para serem elegíveis como fundos próprios⁹⁷. Com efeito, uma das preocupações dos intervenientes na regulação e supervisão do sector bancário foi a de assegurar o aumento da qualidade dos fundos próprios regulamentares das instituições, estabelecendo, para além dos níveis mínimos a observar, uma regulação detalhada sobre as suas características - contratuais -, de forma a assegurar a sua capacidade de absorção de perdas incorridas pela instituição, bem como identificar as características dos diferentes instrumentos emitidos ou celebrados pelas instituições, em função da sua progressiva capacidade de absorção de

⁹⁴ No plano sancionatório, o efeito direto do Regulamento UE 575/2013 nas jurisdições dos diferentes Estados-membros tem como consequência que as autoridades europeias competentes, neste caso a Autoridade Bancária Europeia, possam exercer plenamente os poderes que lhe sejam legalmente conferidos, neste caso, os poderes conferidos à Autoridade Bancária Europeia nos termos do Regulamento (UE) n.º 1093/2010, que procedeu à sua criação. Nos termos do referido artigo, a aplicação de sanções por esta entidade aos Estados-membros compreende três fases: numa primeira fase, a Autoridade Bancária Europeia dispõe de poderes para investigar as alegações de aplicação incorreta ou insuficiente de obrigações decorrentes da legislação da União Europeia por parte das autoridades nacionais nas suas práticas de supervisão, após o que apresentará uma recomendação; num segunda fase, caso a autoridade nacional competente não siga a recomendação, a Comissão Europeia é competente para emitir um parecer formal, tendo em conta a recomendação da Autoridade, que exija à autoridade competente a adoção das medidas necessárias para garantir o cumprimento da legislação da União Europeia. Em terceiro lugar, a fim de ultrapassar as situações excecionais de inação persistente por parte de uma autoridade competente, a Autoridade Bancária Europeia é competente para, em última instância, adotar decisões dirigidas às instituições financeiras individuais. Recordar-se ainda que, nos termos do artigo 258.º do TFUE, se a Comissão Europeia considerar que um Estado-Membro não cumpriu qualquer das obrigações que lhe incumbem por força dos Tratados, está habilitada a recorrer ao Tribunal de Justiça da União Europeia (cfr. Considerando 74.º do Regulamento n.º 575/2013 e artigo 17.º do Regulamento (UE) n.º 1093/2010).

⁹⁵ O Regulamento UE 575/2013 veio a ser complementado pelo Regulamento Delegado (UE) n.º 241/2014 da Comissão, de 7 de Janeiro de 2014, o qual prevê normas técnicas de regulamentação dos requisitos de fundos próprios das instituições.

⁹⁶ Sobre a natureza e efeitos dos Regulamentos no direito da União Europeia *vide* PAUL CRAIG e GRÁINNE DE BÚRCA, , EU Law, Oxford Press, 6.ª edição, 2015, pp. 107 ss.

⁹⁷ Nos termos do artigo 1.º do Regulamento EU 575/2013, este estabelece regras uniformes em matéria de requisitos prudenciais gerais em relação aos seguintes aspetos: (i) requisitos de fundos próprios relativos a elementos totalmente quantificáveis, uniformes e padronizados de risco de crédito, risco de mercado, risco operacional e risco de liquidação; (ii) requisitos para limitar grandes riscos; requisitos de liquidez relativos a elementos de risco de liquidez totalmente quantificáveis, uniformes e padronizados; (iii) requisitos de reporte de informação relativos aos aspetos anteriores e à alavancagem; e (iv) requisitos de divulgação pública de informações.

perdas, de forma a poderem ser classificados em função da sua qualidade relativamente a esse aspeto.

Aproveitamos desde já para destacar a alteração verificada, face às anteriores diretivas, quanto à organização da estrutura de fundos próprios das instituições de crédito. Conforme resulta daquilo que já ficou dito *supra*, ao contrário do Comité de Basileia, que, desde o Acordo de Basileia I, fazia a distinção, de forma expressa, entre fundos próprios de nível 1 e fundos próprios de nível 2, as diretivas comunitárias faziam uma distinção entre fundos próprios de base e fundos complementares, limitando a parcela dos fundos complementares e de certos componentes dos fundos próprios de base de uma forma que não era a mais clara. No Regulamento UE 575/2013, o legislador europeu entendeu seguir o Acordo de Basileia III, consagrando três tipos diferentes de categorias de fundos próprios: os fundos principais de nível 1, os fundos adicionais de nível 1 e os fundos próprios de nível 2 e prevendo, nos termos do artigo 92.º deste Regulamento, que os rácios de fundos próprios das instituições, isto é, a relação, expressa em percentagem, entre os seus fundos próprios e as respetivas posições de risco⁹⁸ devem estruturar-se da seguinte forma:

Rácio de fundos próprios principais de nível 1	4,5 %
Rácio de fundos próprios de nível 1 (fundos próprios principais de nível 1 ($\geq 4,5\%$) + fundos próprios adicionais de nível 1)	6%
Rácio de fundos próprios totais (fundos próprios de nível 1 ($\geq 6\%$, dentro dos quais pelo menos 4,5% de fundos próprios principais de nível 1 + fundos próprios de nível 2)	8%

É da análise detalhada e problematização dos requisitos previstos neste

⁹⁸ O Regulamento dispõe amplamente sobre os critérios e métodos a utilizar pelas instituições para cálculo das posições de risco dos ativos inscritos no seu balanço, que não releva desenvolver aqui.

Regulamento para que os instrumentos de capital híbrido de conversão contingente possam ser elegíveis para efeitos dos rácios de fundos próprios das instituições de crédito que se ocupará o próximo capítulo.

III. A CONSAGRAÇÃO DOS INSTRUMENTOS DE CAPITAL HÍBRIDO DE CONVERSÃO CONTINGENTE NO DIREITO REGULATÓRIO BANCÁRIO DA UNIÃO EUROPEIA

8. O Regulamento UE n.º 575/2013, de 26 de junho

O Regulamento UE 575/2013 continuou a seguir a técnica legislativa das anteriores diretivas europeias sobre fundos próprios, elencando o conjunto de características que os instrumentos a emitir pelas instituições de crédito, contratos a celebrar ou elementos patrimoniais integrantes da sua esfera jurídica deveriam reunir para serem elegíveis como fundos próprios das diferentes categorias ⁹⁹⁻¹⁰⁰⁻¹⁰¹.

⁹⁹ Quando aos fundos próprios de nível 1, estabelece o Regulamento, com recurso a um elenco detalhado de características que (para além de prémios de emissão relativos a instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 e - na medida em que estejam na disposição imediata da instituição de crédito para cobertura de perdas - resultados retidos, outro rendimento integral acumulado, outras reservas e fundos para riscos bancários gerais [cfr. artigo 26.º, número 1 do Regulamento]) devem ser assim classificados como *instrumentos* de fundos próprios de nível 1 os instrumentos (i) diretamente emitidos pela instituição com aprovação dos *proprietários* desta ou pelo órgão de administração devidamente autorizado; (ii) que sejam realizados de forma imediata, sem financiamento da instituição; (iii) que sejam perpétuos, sem prejuízo da possibilidade de (re)compra dos instrumentos pela instituição ou de aprovação de redução do capital pela instituição nos termos da lei societária aplicável - com prévia autorização da autoridade de supervisão, não podendo assim o titular do instrumento exigir, em virtude de um prazo estabelecido, que o mesmo seja adquirido ou liquidado - e fora destes casos apenas podem ser reembolsados em sede de liquidação; (iv) cuja remuneração seja realizada apenas com recurso a *elementos distribuíveis* (isto é, o montante dos lucros no final do último exercício, acrescido dos lucros transitados e das reservas disponíveis para esse efeito antes das distribuições aos detentores de instrumentos de fundos próprios e deduzidas as perdas transitadas, os lucros que não sejam distribuíveis por força de disposições legislativas ou dos estatutos da instituição e as

8.1. As características dos instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1 à luz do Regulamento UE n.º 575/2013

O Regulamento identifica as características de instrumentos financeiros que podem ser subscritos pelas instituições de crédito que, não reunindo as

verbas colocadas em reservas não distribuíveis nos termos do direito nacional aplicável ou dos estatutos da instituição, sendo essas perdas e reservas determinadas com base nas contas individuais da instituição e não com base nas contas consolidadas – cfr. artigo 4.º, alínea 128) do Regulamento); (v) que não recebam qualquer tratamento preferencial no que respeita à prioridade dos pagamentos face aos restantes instrumentos contabilizados como fundos próprios principais de nível 1, não prevejam um limite máximo do montante de distribuições e devendo o montante de distribuições ser independente do valor de aquisição dos instrumentos, não ficando a instituição obrigada a realizar os pagamentos remuneratórios destes instrumentos em qualquer circunstância (ficando assim excluídas desta categoria as ações preferenciais); (vi) que tenham uma graduação hierárquica inferior a todos os outros créditos em caso de insolvência ou liquidação da instituição; conferindo aos seus titulares um crédito sobre os ativos residuais da instituição e proporcional face ao montante de instrumentos emitidos e não podendo estar garantidos pela instituição, por sociedade que a detenha ou por si detida, ou por qualquer sociedade que apresente uma relação estreita com estas; (vii) que, comparativamente com os restantes instrumentos de fundos próprios, absorvam a primeira e proporcionalmente maior fração das perdas à medida que estas vão ocorrendo no mesmo grau que todos os outros instrumentos de fundos próprios principais de nível 1, no que será mais uma consequência do regime contratual a que tais instrumentos deverão estar sujeitos do que uma estipulação a inserir nos termos e condições dos mesmos.

¹⁰⁰ Relativamente a alguns dos conceitos utilizados, o Regulamento remete para a noção de capital constante do artigo 22.º da Diretiva 86/635/CEE de 8 de Dezembro de 1986, relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras, para as normas internacionais de contabilidade aplicáveis (IAS/IFRS), e para os critérios utilizados para efeitos de determinação de situação de insolvência por referência ao critério do balanço, se aplicável nos termos da legislação nacional (cfr. artigo 28.º do Regulamento).

¹⁰¹ Quanto aos instrumentos elegíveis para fundos próprios de nível 2, destacamos as seguintes características: (i) estão emitidos e totalmente realizados; (ii) não são adquiridos por entidades relacionadas; (iii) a aquisição dos instrumentos não é financiada direta ou indiretamente pela instituição; (iv) O crédito sobre o montante de capital dos instrumentos está totalmente subordinado aos créditos de todos os credores não subordinados; (v) os instrumentos não estão garantidos nem são objeto de qualquer garantia que aumente a graduação do crédito por qualquer entidade relacionada; (vi) não estão sujeitos a qualquer disposição que aumente de outra forma a graduação do crédito a título dos instrumentos ou dos empréstimos subordinados; (vii) têm um vencimento inicial de pelo menos cinco anos; (viii) não incluem qualquer incentivo a que o respetivo montante de capital seja resgatado ou reembolsado, pela instituição antes do seu vencimento; (ix) o exercício de eventuais opções de reembolso depende exclusivamente da decisão discricionária do emitente ou do devedor; (x) só podem ser reembolsados ou recomprados quando tal não puser em causa a situação financeira da instituição, e nunca antes de decorridos cinco anos a contar da data de emissão (xi) não conferem ao seu detentor o direito de acelerar o plano de pagamentos futuros de juros ou de capital, a não ser em situação de insolvência ou liquidação da instituição; (xii) o nível de pagamentos de juros ou de dividendos devidos sobre os instrumentos não será alterado com base na qualidade de crédito da instituição.

características necessárias à sua classificação como instrumentos de fundos próprios principais de nível 1, lhes permitem, ainda assim, e em virtude dessas características, contribuir para a finalidade procurada pela criação dos rácios prudenciais. E, como veremos, nesta categoria de fundos próprios, podem enquadrar-se os instrumentos híbridos de conversão contingente em ações.

9.1.1 Elemento subjetivo

Os instrumentos, que deverão encontrar-se emitidos e realizados, devem ser da titularidade de entidades que não a própria instituição de crédito, respetivas filiais ou empresas em que a instituição detenha, diretamente ou através de relação de controlo, pelo menos 20% do capital ou direitos de voto e não podendo a aquisição dos instrumentos ser direta ou indiretamente financiada pela instituição¹⁰².

9.1.2 Subordinação

Os instrumentos deverão ter uma graduação hierárquica inferior aos instrumentos classificados como fundos próprios de nível 2 (e consequentemente inferior aos créditos dos demais credores não subordinados) em caso de insolvência da instituição; não devem ser objeto de garantia, capaz de aumentar a respetiva senioridade, prestada pela instituição, respetivas filiais, acionistas ou empresa com relação estreita, na aceção do Regulamento¹⁰³; nem deverá existir qualquer disposição, contratual ou outra, que aumente a graduação do crédito em caso de insolvência ou liquidação¹⁰⁴.

¹⁰² Cfr. Alíneas a) a c) do número 1 do artigo 52.º do Regulamento UE 575/2013.

¹⁰³ Isto é, uma situação em que duas ou mais pessoas singulares ou coletivas se encontram ligadas de uma das seguintes formas: (i) participação sob a forma de detenção, direta ou através de uma relação de controlo, de 20% ou mais dos direitos de voto ou do capital de uma empresa; (ii) controlo ou (iii) ligação de ambas ou de todas de modo duradouro a um mesmo terceiro através de uma relação de controlo (cfr. Parágrafo 38) do Artigo 4.º do Regulamento.

¹⁰⁴ Cfr. Alíneas d) a f) do número 1 do artigo 52.º do Regulamento UE 575/2013.

9.1.3 Duração

Os instrumentos elegíveis para fundos próprios de nível 1 deverão ser perpétuos, sem prejuízo de poderem ser reembolsados num contexto de liquidação da instituição de crédito¹⁰⁵. Esta disposição, que vai de encontro ao Acordo de Basileia III, constitui assim uma novidade face à regulamentação europeia anterior, que, nos termos da Diretiva 2006/48/CE (conforme alterada pela Diretiva 2009/111/CE) previa expressamente serem elegíveis para fundos próprios os instrumentos que, reunindo as demais características, tivessem um prazo de vencimento mínimo de 30 anos.

Outra novidade, que vem igualmente tornar mais apertados os requisitos de elegibilidade dos instrumentos híbridos, é a exigência de que as condições contratuais de emissão dos instrumentos em causa não incluam qualquer disposição contratual que constitua um incentivo para que a instituição proceda ao seu reembolso¹⁰⁶. Ficam, assim, vedadas as chamadas cláusulas de *step-up* - que preveem o aumento da taxa remuneratória caso a emitente opte por não reembolsar o instrumento numa determinada data – as quais tinham sido consideradas admissíveis, pelo Comité de Basileia, nos instrumentos relevantes para efeitos regulatórios em 1998¹⁰⁷, mas que também o deixaram de ser à luz do Acordo de Basileia III¹⁰⁸.

As duas restrições agora enunciadas traduzem a maior exigência que o legislador europeu entendeu ser necessária quanto ao carácter de permanência dos instrumentos elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1, sendo esta característica, a par da capacidade de absorção de perdas e da flexibilidade de pagamentos¹⁰⁹, os traços essenciais que os instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 devem reunir. Deste modo, estes instrumentos aproximam-se dos instrumentos de fundos principais de nível 1, na medida em que os respetivos titulares contribuem, necessariamente, para o património da

¹⁰⁵ Cfr. Alínea g) e subalínea i) da alínea j) do número 1 do artigo 52.º do Regulamento UE 575/2013.

¹⁰⁶ Cfr. Alínea g) do número 1 do artigo 52.º do Regulamento UE 575/2013.

¹⁰⁷ Cfr. Ponto 6.1 *supra*.

¹⁰⁸ Cfr. Ponto 6.2 *supra*.

¹⁰⁹ Cfr. COMITÉ DAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE SUPERVISÃO BANCÁRIA, *Implementation Guidelines...*, *op. cit.*, p. 1.

instituição de forma definitiva, adquirindo, quanto ao capital subscrito, uma qualidade creditícia semelhante à dos acionistas da instituição, tornando-se assim *residual claimants* quanto ao património desta que, em sede de liquidação e depois de satisfeitos os créditos, em sentido próprio, da mesma, permaneça disponível¹¹⁰. As instituições de crédito deixam assim de ficar expostas à possibilidade de perda de fundos próprios já recebidos e à eventual consequente necessidade de obtenção de fundos que os substituam, bem como a ter de ponderar proceder ao reembolso ou não de fundos próprios em função da alteração dos respetivos custos¹¹¹.

Sem prejuízo, os instrumentos podem continuar a atribuir à emitente o direito de opção de reembolso antecipado ou de aquisição do instrumento, os quais só podem ser por esta exercidos pelo menos cinco anos após a respetiva emissão, e mediante autorização da entidade supervisora competente, a qual poderá ser concedida caso se verifique a substituição dos instrumentos a reembolsar por outros que constituam fundos próprios de qualidade idêntica ou superior ou a instituição demonstre que os fundos próprios continuarão a exceder os fundos próprios legalmente requeridos)¹¹².

O Regulamento continua também a admitir que os instrumentos possam ser

¹¹⁰ Deve realçar-se que o crédito dos titulares dos instrumentos sobre a instituição de crédito a respeito do reembolso dos instrumentos na respetiva data de vencimento era já dotado de pouca efetividade na medida em que o passivo da instituição para com os titulares destes instrumentos não deveria ser suscetível de relevar para efeitos de determinação da situação de insolvência da instituição, em caso de recurso ao método do balanço (cfr. artigo 52.º, n.º 1 al. m) do Regulamento UE 575/2013) e que, à luz da regulamentação europeia de 2009, o mesmo podia não verificar-se caso a autoridade de supervisão competente considerasse que a situação financeira ou de solvência não ficaria acautelada perante a verificação de tal reembolso (cfr. Ponto 7.3 supra). O mesmo se pode dizer, e, nesse caso, desde a primeira diretiva de fundos próprios adotada na sequência do Acordo de Basileia I, quanto à efetividade das cláusulas de *step-up* (quando consideradas admissíveis), na medida em que o reembolso do capital por opção da emitente ficava sempre condicionado à autorização prévia da entidade de supervisão e à manutenção de uma quantidade adequada de fundos próprios e, mesmo que tal acarretasse o aumento da taxa remuneratória acordada, sempre teria de ser reconhecida à instituição emitente o direito, de, em certas circunstâncias, optar por não proceder ao seu pagamento. No entanto, o legislador entendeu ser necessário ir mais longe, impedindo *ab initio*, a estipulação da obrigação de reembolso por parte da instituição emitente, evitando assim possíveis pressões de mercado, a necessidade da intervenção das entidades de supervisão e eventuais discussões sobre se a situação da instituição de crédito seria ou não apta a impedir o reembolso do capital devido.

¹¹¹ Sem prejuízo de tais restrições nas características dos instrumentos poderem implicar que o recurso aos mesmos se torne mais oneroso para maior incentivo dos investidores na subscrição dos mesmos.

¹¹² Cfr. Alínea h) e i) do número 1 do artigo 52.º, bem como artigos 77.º, alínea b) e 78.º do Regulamento UE 575/2013.

reembolsados, antes de decorrido o referido prazo, e mediante autorização da entidade supervisora, no caso de se verificar uma alteração regulamentar que leve a que os instrumentos em causa deixem de ser classificados como fundos próprios ou sejam reclassificados como fundos próprios de qualidade inferior, mediante confirmação da autoridade supervisora dessa alteração e sujeito à aceitação por parte desta entidade de que a alteração em causa não era previsível no momento da emissão dos instrumentos. Também uma alteração o tratamento fiscal dos instrumentos que se demonstre ser significativa e que não pudesse ser razoavelmente prevista na data de emissão deverá levar a que a entidade supervisora autorize o reembolso dos instrumentos (cfr. artigo 78.º, número 4 do Regulamento)¹¹³.

9.1.4 Remuneração

No que respeita à remuneração dos instrumentos – relacionada com a característica da flexibilidade de pagamentos que deverá ser típica dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 – o Regulamento, na senda do Acordo de Basileia III, passou a prever que a respetiva remuneração apenas poderá provir de elementos distribuíveis¹¹⁴; a remuneração devida não poderá ser alterada com base na qualidade do crédito da instituição ou da respetiva empresa-mãe, e que os termos e condições de emissão dos instrumentos deverão conferir permanentemente à instituição de crédito o direito, *de exercício discricionário*, de não proceder ao pagamento de remunerações durante um período ilimitado, deixando o mesmo de ser definitivamente devido, e podendo ser utilizado livremente pela emitente, designadamente para cobertura de perdas

¹¹³ A Autoridade Bancária Europeia emitiu já orientações interpretativas sobre o conteúdo das cláusulas contratuais que regulem esta matéria, considerando que apenas efetivas alterações regulatórias devem ser relevantes e que uma alteração regulatória deverá permitir o reembolso de todos, e não parte, dos instrumentos afetados, enquanto no caso de alterações fiscais podem permitir reembolsos parciais na medida em que têm efeito no custo da emissão (cfr. AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA, *EBA Report on the monitoring of Additional Tier 1 (AT1) instruments of EU institutions – Update*, 29 de Maio de 2015, pp. 5-6 (disponível em <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+Report+on+the+Additional+Tier+1+instruments+-+May+2015.pdf>).

¹¹⁴ Cfr. Nota 99 supra.

por esta incorridas¹¹⁵. A exigência de que o pagamento remuneratório apenas possa ser efetuado no caso de existirem elementos distribuíveis, isto é, de os titulares dos instrumentos apenas poderem ser remunerados na circunstância de a sociedade emitente se encontrar numa situação económica semelhante àquela que permite a realização de distribuições a acionistas, vem, naturalmente aproximar a situação jurídica dos titulares destes instrumentos da dos titulares de ações, ficando estes sujeitos ao mesmo tipo de risco – do ponto de vista remuneratório – que os acionistas e cada vez mais distante do tipo de risco incorrido pelos credores comuns e subordinados da sociedade¹¹⁶.

O exercício do direito da emitente de não proceder ao pagamento da remuneração devida deixa de estar limitado à verificação de qualquer pressuposto¹¹⁷, sendo então reconhecida à sociedade emitente o direito de livremente decidir se procederá ou não ao pagamento da remuneração devida.

Mais uma vez, verifica-se, no aspeto remuneratório, uma aproximação da situação jurídica dos titulares de instrumentos híbridos à situação jurídica dos acionistas, mais especificamente, de titulares de ações comuns na medida em que a remuneração proveniente dos montantes disponibilizados à sociedade através da subscrição de valores mobiliários emitidos por esta depende do entendimento da administração da sociedade, que não se encontra juridicamente vinculada a proceder a tais pagamentos se assim não achar conveniente. Do ponto de vista jurídico—societário, os titulares de instrumentos híbridos encontram-se numa situação de maior impotência face às decisões que nesse aspeto venham a ser tomadas pela administração da sociedade na medida em que a sua situação jurídica não inclui quaisquer direitos no seio da governação da sociedade que lhe permitam, como acontece com os acionistas, indicar os membros dos órgãos de administração da sociedade¹¹⁸ e ainda aprovar ou não as propostas de aplicação

¹¹⁵ Cfr. Alínea l) do número 1 do artigo 52.º do Regulamento UE 575/2013.

¹¹⁶ Esta característica não é, no entanto, nova no que respeita a instrumentos financeiros legalmente típicos. As obrigações participantes e os títulos de participação fazem depender a remuneração recebida pelos respetivos titulares dos resultados das sociedades emitentes.

¹¹⁷ O texto da Diretiva 2009/111/CE previa que esse direito poderia ser exercido *se necessário*, o que constituindo um conceito indeterminado, era apto a conceder ao emitente uma certa margem de apreciação na determinação da verificação ou não da situação que lhe permitiria optar pelo não pagamento da remuneração devida, ainda que fosse de natureza a gerar litígios entre as partes.

¹¹⁸ Cfr. Artigo 391.º do CSC.

de resultados apresentadas pela administração¹¹⁹⁻¹²⁰. Adicionalmente, e na medida em que a remuneração apenas pode provir de elementos distribuíveis, o pagamento da remuneração aos titulares dos instrumentos híbridos fica não só dependente de proposta da administração da instituição de crédito mas ainda da aprovação da mesma pelos acionistas da instituição, na medida em que a distribuição de resultados deve ser por estes aprovada.

Assim, a tutela dos interesses dos titulares dos instrumentos híbridos estará mais dependente dos mecanismos de mercado do que de prerrogativas jurídicas, na medida em que o não pagamento da remuneração devida a estes investidores, ainda que juridicamente admissível, pode acarretar custos de reputação, transmitindo ao mercado que a sociedade não se encontra numa situação financeira que lhe permita remunerar os investimentos recebidos da forma prevista¹²¹, bem como afastar o interesse dos investidores neste tipo de instrumentos, cujo principal atrativo é a remuneração elevada.

E cumpre ainda destacar a introdução da restrição expressa, constante do artigo 53.º do Regulamento UE 575/2013, à previsão de disposições que consubstanciem qualquer obrigação para a instituição de crédito relativa ao pagamento da remuneração acordada caso sejam efetuadas distribuições a titulares de instrumentos de grau de subordinação igual ou inferior, nomeadamente a instrumentos classificados como fundos próprios principais de nível 1, bem como, simetricamente, qualquer obrigação de não proceder ao pagamento de distribuições a titulares de outros instrumentos suscetíveis de integrar os fundos próprios da instituição (quer apresentem um grau de

¹¹⁹ Cfr. Artigo 376.º, número 1, alínea b) do CSC.

¹²⁰ Sobre os direitos dos acionistas relativamente à distribuição de lucros *vide* PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, A Participação Social nas Sociedades Comerciais, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 93 ss.

¹²¹ Com efeito, se a respeito dos investimentos de natureza acionista, para o qual, regra geral, não se estabelece qualquer remuneração fixa em função do valor do investimento, a retenção de lucros leva a fazer baixar a cotação das ações, dificultando o financiamento em mercado primário (no contexto de sociedades anónimas abertas cotadas em bolsa), e representa, também nas sociedades anónimas fechadas, principalmente para os acionistas minoritários, uma restrição às expectativas de investimento (cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, A Participação..., op. cit, pp. 95-97), por maioria de razão tal raciocínio é aplicável aos instrumentos híbridos, na medida em que os seus titulares, em princípio, e no caso de a remuneração não se encontrar indexada aos lucros da sociedade, não poderão vir a beneficiar, e, em qualquer caso, nunca de forma tão significativa e potencialmente ilimitada como os acionistas do aumento da robustez financeira da sociedade (salvo, analisando de uma outra perspetiva, no caso em que esta venha a contribuir para se evitar a verificação de um evento de desencadeamento).

subordinação superior, equivalente ou inferior) caso a instituição decida não proceder ao pagamento da remuneração devida aos titulares dos instrumentos em causa¹²². Tendo em conta o texto do Regulamento, que frisa a discricionariedade do exercício do direito da emitente de não proceder ao pagamento das remunerações acordadas, parece-nos que a não ser que cláusulas desta natureza fossem expressamente autorizadas pelo Regulamento – como limitação admissível à discricionariedade do direito da emitente – as mesmas não deveriam ser consideradas admissíveis mesmo sem a restrição expressa que o artigo 53.º veio enunciar.

Porém, compreende-se a intenção clarificadora do legislador. De facto, ao abrigo da diretiva anterior, que previa o direito da emitente de, se necessário, proceder ao cancelamento dos pagamentos acordados, considerou o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (atual Autoridade Bancária Europeia) que a graduação de direitos remuneratórios entre acionistas e titulares de instrumentos híbridos deveria ser tida em conta e, como tal, a limitação de distribuição de dividendos acionistas ou a obrigação de pagamento das remunerações dos instrumentos híbridos caso se verificasse o pagamento de dividendos a acionistas seria aceitável, mesmo num quadro contratual em que a instituição dispõe de uma larga margem de discricionariedade para optar pelo não pagamento das remunerações acordadas, pormenorizando ainda que, no último caso, a obrigação de pagamento aos titulares de valores mobiliários híbridos só se manteria caso, na data do respetivo pagamento, a instituição cumprisse com os requisitos de capital, a entidade reguladora não impedisse esses pagamentos com fundamento na situação financeira da instituição, e, em qualquer situação, apenas no caso de os dividendos serem pagos a acionistas em dinheiro e não mediante entrega de ações, reconhecendo ainda o Comité a necessidade destas cláusulas serem concebidas de forma a não constituir um impedimento para a recapitalização da instituição¹²³.

¹²² Cláusulas conhecidas, na doutrina económica, respetivamente como *dividend pusher*, na medida em que obrigam ao pagamento de juros ou dividendos mediante a verificação de uma condição e *dividend stopper* na medida em que impedem a realização de pagamentos remuneratórios associados a outros instrumentos na medida em que não se verifiquem os pagamentos respeitantes aos instrumentos associados a tal cláusula.

¹²³ Cfr. COMITÉ DAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE SUPERVISÃO BANCÁRIA, *Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments*, op. cit., pp. 17-18.

Ao optar por restringir esta possibilidade, no caso do pagamento de remunerações associadas aos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 o legislador europeu optou, pelo menos neste caso específico, por não acompanhar o disposto na alínea j) do número 1 do artigo 28.º do Regulamento, de acordo com o qual, *em comparação com todos os instrumentos de fundos próprios emitidos pela instituição, os instrumentos [de fundos próprios principais de nível 1] absorvem a primeira e proporcionalmente maior fração das perdas à medida que estas vão ocorrendo, e cada instrumento absorve as perdas no mesmo grau que todos os outros instrumentos de fundos próprios principais de nível 1*. Ao contrário da anteriormente referida, esta disposição remete para a capacidade de absorção de perdas dos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 no contexto do decurso da atividade da emitente, âmbito no qual têm (ou podem ter lugar) os pagamentos remuneratórios. Entendendo-se que uma das formas de absorção de perdas pelos instrumentos de fundos próprios no decurso normal da atividade das instituições de crédito é precisamente a flexibilidade de pagamento da remuneração que lhe está associada, pode entender-se que esta disposição consagra um princípio geral relativo à prioridade na absorção de perdas pelos titulares dos instrumentos de fundos próprios de diferentes graus obrigaria a que os *lucros cessantes* provenientes da remuneração acordada e não paga fossem primeiro suportados pelos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 e só depois pelos adicionais.

Assim, o legislador europeu demonstra entender que o princípio da subordinação dos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 aos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 e a igual graduação de créditos provenientes de instrumentos desta última categoria apenas releva em sede de liquidação ou insolvência da instituição de crédito, e a respeito do reembolso dos montantes de capital entregues à sociedade aquando da subscrição dos instrumentos e não relativamente aos créditos pela remuneração acordado (que, com efeito, pode não ser paga).

Adicionalmente, pode ainda considerar-se que a admissibilidade da consagração das cláusulas *proibidas* pelo artigo 53.º do Regulamento poderia,

eventualmente, constituir um obstáculo à recapitalização da sociedade¹²⁴, designadamente à obtenção de instrumentos de fundos próprios de melhor qualidade como seria o caso de ações comuns, na medida em que a remuneração destas estaria sempre condicionada à remuneração dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1.

O artigo 53.º do Regulamento UE 575/2013, na sua alínea c), dispõe ainda que as condições contratuais dos instrumentos elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1 não podem prever a *obrigação*, para a sociedade emitente, de substituir o pagamento de juros ou dividendos por um pagamento sob qualquer outra forma (nem pode a instituição ficar por outra forma sujeita a tal obrigação).

Não é certo se esta disposição constitui ou não uma novidade, na medida em que a Diretiva 2009/111/CE previa, a respeito dos instrumentos híbridos elegíveis para fundos próprios, que o cancelamento do pagamento de juros ou dividendos decidido pela entidade reguladora, não prejudicava o *direito* das instituições de crédito de procederem ao pagamento dos mesmos através da entrega de instrumentos elegíveis para fundos próprios principais de nível 1¹²⁵. Com efeito, no texto da lei esta prerrogativa apenas era referida em contraponto com os poderes de autoridade reconhecidos à entidade supervisora (e, nesse contexto, resultava mais como um esclarecimento de que mesmo no caso em que fosse esta a obrigar a emitente à não realização dos pagamentos acordados, a instituição teria, ainda assim, direito a optar pelo pagamento em espécie), não prevendo diretamente a diretiva que as condições contratuais do instrumento pudessem conferir esse direito à instituição, provavelmente tendo o legislador pressuposto que as partes o pudessem prever, na medida em que, tratando-se *apenas* de um *direito* da emitente, nada no texto legislativo e nas características necessárias dos instrumentos o impedia.

Pode, no entanto, admitir-se que não resultava claro do texto da lei se tal se

¹²⁴ Prevê artigo 52.º, n.º 1, al. o) do Regulamento UE 575/2013 que os instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 não devem conter cláusulas suscetíveis de constituir um obstáculo à recapitalização da sociedade mediante a subscrição, posterior, por outras entidades, de novos instrumentos de fundos próprios. Tipicamente, as cláusulas suscetíveis de impedir a recapitalização da sociedade emitente são aquelas que preveem restrições às condições de emissão de instrumentos de fundos próprios futuros, que não poderão ser mais vantajosas para os investidores do que aquelas acordadas nas condições que contiverem.

¹²⁵ Cfr. Artigo 63.º-A, n.º 2 da Diretiva 2009/111/CE.

trataria de um direito – isto é, em alternativa ao exercício do direito (ou impossibilidade no caso de ser imposta pela entidade reguladora) de não proceder ao pagamento da remuneração acordada, poderia a emitente exercer o direito de proceder ao pagamento da mesma em espécie – ou de uma obrigação assumida perante o titular dos instrumentos – isto é, no caso de a emitente optar por não proceder ao pagamento em dinheiro da remuneração acordada, seria, ainda assim, obrigada a proceder ao respetivo pagamento em espécie através da entrega de instrumentos elegíveis para fundos próprios de nível 1. O Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária veio clarificar que apenas seriam admissíveis cláusulas dessa natureza no caso da entrega de ações em causa ter o mesmo resultado económico na situação financeira da sociedade que o simples não pagamento da remuneração e que a instituição emitente mantivesse total discricionariedade, em qualquer momento, relativamente ao pagamento da remuneração dos instrumentos¹²⁶, parecendo, no entanto, que tal discricionariedade se referia ao pagamento em dinheiro e não ao pagamento em espécie na sequência de emissão de novas ações. Isto porque, previa ainda o Comité que a instituição de crédito apenas poderia ficar *obrigada* a emitir os instrumentos necessários para satisfação do crédito do titular do instrumento, devendo a emissão de novas ações encontrar-se assegurada (não sendo claro se essa obrigação estaria prevista nas condições contratuais da emissão ou surgiria após a opção, não vinculada, da emitente em proceder a tal pagamento em espécie), mas não a encontrar investidores interessados em subscrever tais ações, procedendo com o produto de tal subscrição ao pagamento do titular do instrumento híbrido¹²⁷, sendo as ações subscritas e recebidas pelo titular dos instrumentos híbridos, no que consubstancia um efetivo pagamento em espécie. O Comité previa ainda que o pagamento em espécie poderia não ser realizado, por vontade da emitente ou indicação da entidade supervisora, sempre que tal

¹²⁶ Esta exigência para ir até além do que era exigido pela Diretiva para os instrumentos híbridos de conversão contingente, na medida em que não fazia referência à *necessidade* como justificação da opção pelo não pagamento, indo assim já ao encontro daquilo que viriam a ser as novas regulamentações nessa matéria.

¹²⁷ Esta construção, ainda que possa ser habitual em cláusulas desta natureza, poderia comprometer a neutralidade deste meio de pagamento face à simples opção de não pagamento, e não sendo compatível com o princípio da absorção de perdas destes instrumentos na sua vertente de não obstar à recapitalização da emitente, na medida em que os potenciais acionistas poderiam perder a motivação de subscrição de capital se os fundos servissem imediatamente para satisfazer créditos de terceiros credores da sociedade.

fosse necessário (o que correspondia ao previsto na Diretiva para os pagamentos em dinheiro da remuneração. Por fim, estabelecia ainda o Comité que as ações não poderiam ser entregues em troca de um valor inferior ao respetivo justo valor¹²⁸.

Face a estas dúvidas interpretativas, o Regulamento EU 575/2013 veio deixar claro não serem admissíveis as cláusulas que prevejam obrigação de pagamento da remuneração em espécie mediante entrega de instrumentos de fundos próprios de nível 1.

Parece ter entendido o legislador que não sendo o pagamento de remuneração em dinheiro (que, apesar de tudo, implicaria a diminuição do património da sociedade) exigível, também não o deveria ser o equivalente pagamento em espécie, evitando-se assim o surgimento de potenciais litígios entre as partes, designadamente quanto às consequências jurídicas do incumprimento da emitente da obrigação de pagamento em espécie, nomeadamente pela falta de emissão das ações comuns a entregar aos titulares dos instrumentos¹²⁹.

Adicionalmente, tratando-se de uma obrigação, o procedimento de emissão destes instrumentos ganharia uma maior complexidade, na medida em que seria, eventualmente, necessário obter a aprovação prévia de um aumento de capital, não realizado e condicionado à decisão da emitente de proceder ao pagamento da remuneração em espécie (e não em dinheiro), num valor incerto.

Por fim, o pagamento de remuneração através da entrega ao titular do instrumento a remunerar de novas ações tem como consequência a diluição da posição acionista – ainda que sempre limitada ao valor da remuneração devida – dos acionistas anteriores. Caso esse pagamento em espécie tivesse natureza obrigatória, poderia consubstanciar, pelos seus efeitos, um obstáculo à recapitalização da sociedade, na medida em que acionistas que subscrevam ações da sociedade após a emissão de instrumentos com semelhantes condições

¹²⁸ Cfr. COMITÉ DAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE SUPERVISÃO BANCÁRIA, *Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments*, op. cit., p. 18.

¹²⁹ Poderia, por exemplo, surgir a questão sobre se estando em falta a entrega das ações comuns, poderia o valor correspondente à remuneração devida e não paga ser livremente utilizado a instituição para cobertura de perdas.

saberiam que caso a sociedade optasse por não proceder ao pagamento das remunerações, melhorando a respetiva situação patrimonial, seria necessário proceder à emissão e entrega de ações representativas do capital social da sociedade – especificamente, correspondentes ao património adicionado à sociedade em função do não pagamento da remuneração devida -, prejudicando assim o seu poder relativo no conjunto acionista. Já no caso de se tratar de um direito da emitente, pode entender-se que o aumento de capital necessário à realização do pagamento em espécie não tem de estar deliberado ou autorizado desde a data de subscrição dos instrumentos, o que significa que se pode reconhecer aos acionistas - caso nos termos estatutários não exista um aumento de capital até um determinado montante previamente autorizado – a prerrogativa de optar ou não pela aprovação do aumento que os leva a poder controlar o exercício deste direito pela emitente.

9.1.5 Convertibilidade

A obrigação de convertibilidade dos instrumentos híbridos em instrumentos de fundos próprios de nível 1¹³⁰ (ou de redução do seu valor nominal, com correspondente redução do montante a reembolsar e do valor de referência para cálculo da remuneração devida), mediante a verificação de um determinado evento, constitui uma novidade introduzida pelo Regulamento UE 575/2013¹³¹⁻¹³², e ainda que, como veremos, tal característica conste do Acordo de Basileia III como um aspeto necessário dos instrumentos híbridos elegíveis para fundos adicionais de nível 1, o legislador europeu concebeu estes instrumentos com finalidades diferentes das previstas no Acordo de Basileia III¹³³.

¹³⁰ Normalmente, ações comuns.

¹³¹ Artigo 52.º, n.º 1, al. n) do Regulamento UE 575/2013.

¹³² Conforme já referido, a Diretiva 2009/111/CE já se referia à convertibilidade dos instrumentos híbridos em ações comuns em situações de emergência ou por iniciativa da autoridade reguladora competente com base na situação financeira e de solvência da instituição, reconhecendo-lhes maior qualidade enquanto fundos próprios das instituições face aos restantes instrumentos híbridos na medida em que poderia preencher uma percentagem maior da totalidade dos fundos próprios da instituição (cfr. Ponto 36 supra).

¹³³ Cfr. Ponto 1 infra.

A valorização da característica de convertibilidade dos instrumentos híbridos em instrumentos de fundos próprios de nível 1 ou a redução do respetivo valor nominal justifica-se pelo entendimento de que tal característica reforça a capacidade de absorção de perdas desses instrumentos, isto é, a capacidade de contribuírem para aumentar a capacidade da instituição de fazer face a perdas incorridas no decurso da sua atividade, mantendo-se numa situação financeira viável, bem como a capacidade para, em sede de liquidação, não diminuir o património disponível da instituição para satisfação dos créditos da generalidade dos credores¹³⁴⁻¹³⁵.

Esta capacidade de absorção de perdas, como não poderia deixar de ser, sempre foi uma das finalidades pressupostas dos fundos próprios das instituições. No entanto, na sequência da crise financeira de 2007 chegou-se à conclusão de que os instrumentos patrimoniais assim qualificados poderiam não estar sujeitos a regras jurídicas, designadamente do ponto de vista contratual, a adequadas a atribuir-lhes a capacidade de absorção de perdas de forma tão eficiente e ampla quanto necessário¹³⁶.

Num contexto de discussões técnicas e doutrinárias do pós-crise, entendeu-se que a conversão dos instrumentos em ações comuns ou a redução do seu valor nominal, mediante a verificação de constrangimentos na situação financeira da instituição, designadamente no caso de risco de incumprimento dos rácios de fundos próprios, poderia contribuir para o reforço da capacidade de absorção de perdas da sociedade – designadamente por não contribuírem para a detioração da situação financeira desta ou não constituírem um obstáculo à melhoria da mesma - na medida em que: (i) a conversão dos instrumentos em ações comuns ou a redução do seu valor nominal, pelo menos no caso de o respetivo evento de desencadeamento estar relacionado com a verificação de

¹³⁴ Como já foi dito, no caso das instituições de crédito, a sua capacidade de cumprimento é particularmente importante tendo em conta o papel da banca no financiamento da economia, pelo facto de muitos dos credores das instituições de crédito serem depositantes e pela ameaça de risco sistémico.

¹³⁵ Também as demais características de que temos vindo a falar contribuem para esta capacidade, como sejam o carácter subordinado dos créditos relacionados com instrumentos deste tipo (em sede de liquidação) ou o direito da instituição de não proceder ao pagamento da remuneração acordada e de poder utilizar os fundos correspondentes sem restrições (no âmbito da exploração normal da atividade da instituição).

¹³⁶ Cfr. COMITÉ DE SUPERVISÃO BANCÁRIA DE BASILEIA, *Strengthening the Resilience of the Banking Sector*, 2009.

uma situação de insolvência, contribuiria para que as obrigações de reembolso em sede de liquidação não pudessem relevar para efeitos de verificação de uma situação de insolvência no caso dos ordenamentos jurídicos onde seja relevante o critério do balanço e onde os instrumentos híbridos sejam contabilizados como passivo; (ii) a conversão dos instrumentos em ações comuns ou a redução do seu valor nominal diminuiria as responsabilidades da instituição perante credores – ainda que a remuneração dos instrumentos possa não verificar-se por decisão discricionária da instituição e o reembolso do valor de subscrição do instrumento seja apenas devido em sede de liquidação – fazendo assim desaparecer um eventual desincentivo à recapitalização da instituição numa situação de maior debilidade financeira na medida que os potenciais investidores não estarão a contribuir para viabilizar uma instituição em benefício dos seus credores¹³⁷.

Há que ter em conta que as justificações que se acabam de enunciar foram desenvolvidas relativamente a instrumentos que nos termos da lei regulatória não tinham de apresentar, em virtude da globalidade das condições contratuais admissíveis, uma capacidade de absorção de perdas num grau tão elevado como o exigido pelo regulamento UE 575/2013 (tendo em conta as características dos instrumentos elegíveis para fundos próprios de nível 1 já enunciadas). De todo o modo, parece-nos que o potencial impacto da previsão de uma obrigação de conversão do instrumento ou redução do seu valor nominal – caso esteja dependente de um evento de desencadeamento adequado para o efeito – para assegurar que o mesmo não seja contabilizado para efeitos de verificação de uma situação de insolvência é ainda relevante na medida em que os restantes critérios de elegibilidade não sejam suficientes, sendo a convertibilidade ou redução do respetivo valor nominal a derradeira característica que permite aos instrumentos cumprir o requisito estabelecido na alínea m) do n.º 1 do artigo 52.º do Regulamento UE 575/2013¹³⁸.

¹³⁷ Cfr. COMITÉ DAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE SUPERVISÃO BANCÁRIA, *Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments*, op. cit., pp. 19-24.

¹³⁸ Que prevê justamente os instrumentos elegíveis como fundos próprios adicionais de nível 1 não podem contribuir para determinar que os passivos de uma instituição excedem os seus ativos em situações em que tal determinação constitua um teste de insolvência nos termos do direito nacional aplicável.

Já no que respeita à convertibilidade dos instrumentos ou redução do respetivo valor nominal como característica que contribui para que os instrumentos híbridos não representem um obstáculo à recapitalização das instituições, consideramos que, com efeito, assumia maior importância ao abrigo do quadro regulatório intermédio do pós-crise¹³⁹ na medida em que os instrumentos poderiam não ter duração perpétua e o direito da instituição de não proceder ao pagamento das remunerações acordadas seria de exercício mais limitado. Assim, à luz do atual quadro regulamentar os instrumentos híbridos elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1, em virtude da globalidade das suas características obrigatórias que não especificamente a convertibilidade, não são aptos a representar um obstáculo à recapitalização tão significativa como anteriormente, sem prejuízo do que acima foi dito acerca dos incentivos das instituições de crédito para procederem ao pagamento das remunerações desses instrumentos¹⁴⁰.

9.1.5.1. Eventos de desencadeamento da conversão

O Regulamento UE 575/2013 obriga a que, pelo menos um dos eventos de desencadeamento - isto é, o evento que, necessariamente, desencadeará a redução, temporária ou definitiva, do montante de capital do instrumento ou a conversão do mesmo em ações comuns – previstos nas condições contratuais dos instrumentos passíveis de serem classificados como fundos próprios adicionais de nível 1 se relacione com o rácio de fundos próprios de nível 1 da instituição, estabelecendo que os instrumentos devem ser convertidos no caso de o referido rácio ficar abaixo de, no mínimo, 5,125%¹⁴¹, podendo as partes acordar um rácio mais elevado, caso em que será esse o valor relevante. Assim, não obstante o

¹³⁹ Cfr. Ponto 7.3 supra.

¹⁴⁰ Cfr. Ponto 9.1.4 supra.

¹⁴¹ A adoção do rácio de 5,125% pode ser justificada, ainda que sem sólido fundamento nos trabalhos preparatórios, por equivaler ao rácio mínimo de fundos próprios de nível 1 (4,5%) mais a primeira tranche da “almofada para conservação de capital”, constituída por fundos próprios principais de nível 1, de 0,625%, a qual deverá ser atingida pelas instituições numa primeira fase, até ao final de 2016. Desta forma, as instituições que até essa data não conseguissem alcançar tal nível de fundos próprios, poderiam contar com a conversão de instrumentos ou redução de capital de instrumentos híbridos entretanto emitidos (cfr. Bart P. M. Joosen, in *Regulatory Capital...*, *op. cit.*, p. 41).

rácio mínimo de fundos próprios principais de nível 1 previsto no Regulamento ser de 4,5%¹⁴², uma instituição de crédito que seja emitente de instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1 nunca os deverá ter abaixo de 5,125% (ou de um rácio mais elevado que as partes venham a acordar) na medida em se encontrem emitidos instrumentos em quantidade suficiente para tal.

Apesar de um determinado nível de rácios de fundos próprios de nível 1 constituir um evento natural para a conversão dos instrumentos na medida em que essa conversão levará justamente ao aumento do rácio de fundos próprios, o Regulamento prevê expressamente que para além de eventos dessa natureza, podem as partes acordar na estipulação de outros, na medida em que sejam compatíveis com a automaticidade da conversão¹⁴³.

Com efeito, olhando apenas para os eventos que têm por referência os rácios de fundos próprios das instituições, é comum, atendendo ao tipo de evento acordado, dividir-se os instrumentos de conversão contingente em duas categorias: os instrumentos *high-trigger* e *low-trigger*¹⁴⁴. Normalmente, são classificados como instrumentos *high-trigger* aqueles que preveem a respetiva conversão (ou redução do valor nominal) no caso de os rácios de fundos próprios de nível 1 atingirem ainda um valor relativamente alto face aos montantes mínimos legalmente exigíveis, normalmente iguais ou superiores a 7%. Já os instrumentos classificados como *low trigger* preveem que a conversão se verifique quando os fundos próprios principais de nível 1 atinjam níveis inferiores a 5%. Pode ainda incluir-se na categoria dos instrumentos *low trigger* aqueles que preveem que os instrumentos sejam convertidos (ou o respetivo valor nominal reduzido) por indicação do regulador, no caso de a instituição se

¹⁴² Sem referir os rácios de fundos próprios principais de nível 1 de conservação e anti-cíclicos que instituições de determinada dimensão devam respeitar.

¹⁴³ A título de exemplo, vide *vide* Prospecto do Banco Bilbao Viscaya Argentaria, S.A. de 11 de Fevereiro de 2014, pp. 42 ss. (disponível em https://shareholdersandinvestors.bbva.com/TLBB/fbinir/mult/20140211_Offering_Circular_Final_tcm927-426676.pdf), que estabelece os termos e condições de instrumentos condicionalmente convertíveis em ações, denominados *Non-Step-Up Non-Cumulative Contingent Convertible Perpetual Preferred Tier 1 Securities*, que estabelece como evento de desencadeamento adicional a deliberação de redução do capital da instituição mediante reembolso, pp. 64 ss.

¹⁴⁴ Cfr., entre outros, GEORGE M. VON FURSTENBERG, *Contingent Convertibles...*, *op. cit.*, p. 71 ss.

encontrar numa situação de não-viabilidade¹⁴⁵.

Como agora se verá, consoante as características que reúnam, os eventos de desencadeamento vão atribuir diferentes finalidades aos instrumentos de conversão contingente, tendo um impacto diferente e em diferentes momentos na situação patrimonial da instituição de crédito, bem como atribuem diferentes direitos à instituição de crédito e às entidades que com esta se relacionem, nas diferentes relações jurídicas que possam relevar¹⁴⁶.

Quanto às prerrogativas atribuídas às partes será diferente que os eventos de desencadeamento se baseiem num facto objetivo (e não num facto ele próprio consubstanciado por uma decisão discricionária de uma entidade), na medida em que tal permite a qualquer parte com interesses legítimos exigir a concretização dos efeitos cuja verificação estava dependente do referido evento. Assim, no caso dos instrumentos elegíveis para fundos próprios nos termos do Regulamento UE 575/2013, o titular do instrumento pode - abstratamente e se tiver meios para o verificar - reclamar a verificação da descida dos fundos próprios principais de nível 1 da instituição abaixo de um determinado nível. O mesmo já não aconteceria se, por exemplo, a conversão dos instrumentos se encontrasse dependente da decisão da entidade de supervisão.

Já quanto às finalidades, os instrumentos que têm associado *um evento de contingência*¹⁴⁷ destinam-se a ser convertidos em ações comuns da instituição de crédito num momento em que se assista a uma redução dos fundos próprios de nível 1 da instituição, mas em que a sua viabilidade ainda não esteja ameaçada. São assim instrumentos aptos a absorver perdas num cenário de manutenção da atividade normal das instituições, contribuindo para a manutenção por parte

¹⁴⁵ Cfr. AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA, *EBA Recommendation on the creation and supervisory oversight of temporary capital buffers to restore market confidence (EBA/REC/2011/1)*, de 8 de Dezembro de 2011, que, por sua vez, no modelo de ficha técnica por si proposto com as condições contratuais dos instrumentos de conversão contingente previa tanto eventos de desencadeamento na ordem dos 7% do valor dos fundos próprios de nível 1 – a que chamava eventos de contingência (*contingency events*) – como eventos de desencadeamento que levariam à conversão dos instrumentos no caso de a instituição se tornar inviável se tal não se verificasse, e mediante decisão da entidade reguladora, ou no caso de se verificar uma decisão de injeção de capitais públicos na instituição – a que chamava de eventos de viabilidade (*viability events*).

¹⁴⁶ Sobre a relevância das características do evento de desencadeamento no contributo destes instrumentos para a melhoria da situação financeira da instituição emitente vide, entre outros, WULF A. KAAL e CHRISTOPH K. HENKEL, *Contingent Capital with Sequential Triggers* in *San Diego Law Review*, Vol. 49, 221, 2012, p. 230 ss.

¹⁴⁷ Acolhemos a terminologia associada pela Autoridade Bancária Europeia (cfr. Nota 145).

destas dos exigidos rácios de fundos próprios principais de nível 1. Estes instrumentos permitem à instituição a obtenção de instrumentos elegíveis como fundos próprios principais de nível 1, mediante um preço previamente acordado, numa altura em que, dadas as perdas incorridas pela instituição que levariam à redução do nível de capitais próprios verificada e a consequente detioração da sua situação financeira, seria difícil atrair investidores para subscreverem um aumento de capital da instituição, e o que, em princípio, ocorreria em condições mais desvantajosas para os restantes acionistas na medida em que a avaliação de mercado da instituição se encontraria mais reduzida. A instituição de crédito poderá, assim, evitar ou – dependendo do valor de instrumentos de conversão contingente que tiver emitido - diminuir a possibilidade de vir a incorrer no incumprimento de rácios de fundos próprios principais de nível 1, sem ficar sujeito à pressão dos mercados para, numa situação de emergência, obter novos fundos elegíveis como tal.

Apesar de a conversão dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 para fundos próprios principais de nível 1 – com a alteração da respetiva situação jurídica da sociedade e dos titulares dos instrumentos – não implicar a entrada de novos fundos na sociedade, uma vez que não serão exigíveis ao titular dos instrumentos convertíveis a entrega de montantes adicionais para efeitos da subscrição das ações comuns na medida em que os montantes entregue a título de subscrição dos instrumentos de conversão contingente são considerados para o efeito -, a conversão contribui para a absorção de perdas na medida em que, contabilisticamente, a dívida é reduzida - na medida em que estes instrumentos se encontrem classificados como tal -, absorvendo assim, desde logo, perdas que novos fundos trazidos para a sociedade absorveriam. Por outro lado, ao contribuir para a estabilização da situação patrimonial da sociedade, a conversão dos instrumentos pode ter por efeito facilitar a recapitalização desta, com recurso a novos investidores, em condições mais favoráveis, do que aquelas que seriam obtidas num cenário de capitalização de maior urgência. Após a conversão, e num cenário em que a situação da sociedade se mantenha estável, também o recurso a investidores para subscrição de novos instrumentos de conversão contingente fica eventualmente facilitado, na medida em que a perspetivas de uma nova conversão fica mais distante (uma vez que a conversão dos instrumentos terá

contribuído para o aumento dos rácios de fundos próprios de nível 1)¹⁴⁸.

Os instrumentos com estas características são assim concebidos para funcionarem como um instrumento financeiro a que a administração da instituição de crédito pode recorrer, de forma autónoma, e no decurso normal da sua atividade, com o objetivo de assegurar o cumprimento das obrigações regulatórias de forma controlada e sem ficar (tão) sujeito às condições de mercado no momento em que surge a necessidade de recolha de fundos de uma determinada qualidade. Tendo em conta que não existe um limite máximo de rácios de fundos próprios de nível 1 que não possa ser ultrapassado na determinação do evento de desencadeamento relevante, é necessário que a administração da instituição emitente tente encontrar um valor que não seja demasiado alto, provocando a conversão numa altura em que esta não era ainda necessária, verificando-se assim um desperdício de *recursos de contingência* que deixam de estar disponíveis, nem demasiado abaixo ao ponto de a conversão já não ser apta a surtir efeito na resolução da situação financeira da instituição¹⁴⁹.

Por seu turno, os *eventos de viabilidade*¹⁵⁰ (ou *low-trigger*), conforme o nome indica, tendem a ocorrer em circunstâncias em que a instituição de crédito já se encontrará, pelo menos, próxima do incumprimento dos rácios de fundos próprios de nível 1 – no caso em que os eventos de desencadeamento se baseiam nesse critério - ou em situações próximas da insolvência¹⁵¹.

Ao contrário dos instrumentos cuja conversão está dependente de eventos de contingência, os instrumentos com estas características não são concebidos

¹⁴⁸ Há, no entanto, quem considere que a conversão dos instrumentos híbridos em ações comuns nas instituições de crédito, apesar de contribuir efetivamente para o aumento do rácio dos fundos próprios das instituições não é adequado a contribuir para a estabilidade da instituição de crédito em causa e do sistema bancário, podendo inclusivamente contribuir para a criação de instabilidade mesmo antes de as instituições de crédito se encontrarem próximas de uma situação de inviabilidade (cfr. HILLARY J. ALLEN, *Cocos Can Drive Markets Cuckoo...*, *op. cit.* e ANAT R. ADMATI / PETER M. DEMARZO / MARTIN F. HELLWIG / PAUL PFLEIDERER, *Fallacies...*, *op. cit.*).

¹⁴⁹ Cfr. WULF A. KAAL e CHRISTOPH K. HENKEL, *Contingent Capital...*, *op. cit.*, p. 230.

¹⁵⁰ Mais uma vez, recorreremos à terminologia da Autoridade Bancária Europeia (Cfr. Nota 145 supra).

¹⁵¹ Ainda que os eventos de desencadeamento indicados pelo Comité de Basileia ou pela Autoridade Bancária Europeia prevejam que os instrumentos devam ser convertidos no caso de a viabilidade da instituição ficar comprometida no caso de essa conversão não se verificar, não parece que o objetivo regulatório subjacente a este requisito seja o de assegurar a viabilidade da instituição mas antes, ou sobretudo, o de assegurar que os titulares destes instrumentos suportam efetivamente as perdas da instituição de crédito previamente a outros credores que mereçam maior proteção.

para se encontrarem ao serviço da administração da sociedade a fim de lhe permitir maior flexibilidade na gestão dos instrumentos disponíveis para fazer face às exigências regulatórias de fundos próprios de determinada qualidade no âmbito do decurso e continuação da atividade. Estão, ao invés, concebidos para assegurar que instrumentos emitidos pela sociedade para financiamento e constituição da sua estrutura de capitais próprios e subscritos pelos respetivos titulares - conhecedores dos riscos associados e pelos quais terão sido, eventualmente, remunerados - serão, efetivamente, aptos a suportar as perdas incorridas pelas instituições de crédito, numa situação de insolvência da instituição, que conduza à respetiva liquidação ou a uma eventual intervenção pública através da qual se proceda ao reforço de capitais da instituição. Em sede de liquidação, os titulares das ações comuns que houverem resultado da conversão dos instrumentos híbridos tornam-se credores com um grau de subordinação maior do que detinham antes da conversão na medida em que só poderão beneficiar do remanescente do património da sociedade que sobrar da satisfação dos restantes credores, partilhando esse remanescente com os restantes sócios.

Não entendemos assim que no caso de a conversão dos instrumentos não ser apta a contribuir para que a sociedade se mantenha viável – ainda que através de investimento adicional de acionistas - o que não parece muito provável - e esta avançar mesmo para a dissolução por liquidação, a conversão dos instrumentos contribua em grande medida para majorar a capacidade de absorção de perdas que os instrumentos híbridos previamente à conversão já absorveriam, ficando assim os titulares dos instrumentos convertidos em posição de subordinação face aos credores em relação aos quais já eram subordinados, beneficiando, por essa via, apenas os anteriores acionistas na medida em que perdem a prioridade de satisfação dos seus créditos sobre estes.

Já no caso de haver lugar a uma medida de resolução ou a instituição vir a receber fundos públicos para efeitos de recapitalização, a conversão dos instrumentos servirá para melhorar a situação patrimonial da sociedade e contribuir para os respetivos fundos próprios numa perspetiva de continuidade se não da instituição pelo menos da sua atividade ou de uma instituição de

transição e para assegurar que aqueles instrumentos se convertem, como inicialmente previsto, em instrumentos com maior capacidade de absorção de perdas¹⁵².

Em síntese, os instrumentos convertíveis por verificação de um evento de contingência têm, como efeito, permitir à instituição de crédito socorrer-se deles para, no decurso da sua atividade, aumentar os seus fundos próprios de nível 1 prosseguindo de forma normal com as suas operações; já os instrumentos convertíveis mediante a verificação de eventos de viabilidade têm como objetivo assegurar as perdas incorridas pela instituição são suportadas, da forma mais eficaz possível, pelo menor número de sujeitos possível, especificamente aqueles cujas relações jurídicas com a instituição acarretavam uma maior partilha de risco com esta, obrigando a que os seus titulares deixem de ser considerados credores da sociedade, mesmo tendo em conta que os seus direitos de créditos apresentavam já substanciais limitações e fossem já subordinados aos créditos de todos os restantes credores.

De outra maneira, os instrumentos convertíveis pela verificação de eventos de contingência são emitidos para funcionarem no interesse da instituição e de todos os seus *stakeholders*, sendo um mecanismo destinado a evitar a detioração da situação económica e financeira da instituição e consequente efeito sistémico, visando evitar que se chegue a um ponto de inviabilidade de uma instituição; ao passo que os instrumentos convertíveis pela verificação de eventos de viabilidade se encontram sobretudo ao serviço do mercado em geral, visando estancar tanto quanto possível os efeitos das perdas nos *stakeholders* mais diretos da instituição, neste caso credores subordinados que a partir da verificação do evento vêm a sua posição convertida na posição de acionistas de uma instituição inviável de forma a nada terem a reclamar sobre o respetivo património.

Os instrumentos convertíveis pela verificação de eventos de contingência visam evitar o surgimento de *crises*, os instrumentos convertíveis pela verificação de eventos de viabilidade visam limitar ao máximo os seus efeitos no menor

¹⁵² Sobre os instrumentos de conversão contingente no âmbito da aplicação de medidas de resolução e recuperação bancária *vide* Ponto 9 *infra*.

número de esferas jurídicas possível¹⁵³.

É importante realçar que o Regulamento UE 575/2013, a respeito dos eventos de desencadeamento que deverão constar obrigatoriamente das condições de emissão dos instrumentos se afasta do recomendado pelo Acordo de Basileia III¹⁵⁴. Com efeito, constata-se que o legislador da União Europeia optou por não seguir a linha do Comité de Basileia, que se focava exclusivamente na capacidade de absorção de perdas dos instrumentos numa situação e inviabilidade da instituição, tendo optado por estabelecer apenas a obrigatoriedade de eventos de desencadeamento relacionados com a redução de fundos próprios, estabelecendo um limite mínimo – que tenderá a coincidir com uma situação financeira da sociedade já com relevantes constrangimentos - mas aceitando que este possa ser estabelecido por referência a um rácio de fundos próprios mais elevado¹⁵⁵.

No entanto, tal não significa que na eventualidade de não se ter verificado o evento de desencadeamento previsto nas condições de emissão, os instrumentos de conversão contingente emitidos e ainda não convertidos ao tempo em que a

¹⁵³ GEORGE M. VON FURSTENBERG, *Contingent Convertibles [CoCos] – A Potent Instrument for Financial Reform*, World Scientific, 2015, pp. 71 ss, defendendo as vantagens dos instrumentos convertíveis pela verificação de eventos de contingência face aos eventos de viabilidade, que inclui na categoria de instrumentos de *bail-in*, afirma que “*bailing into a sinking boat would not be a way to save it*”, recorrendo a esta imagem para ilustrar a diferença de finalidades e resultados entre uns e outros instrumentos.

¹⁵⁴ Relembra-se que o Comité de Basileia, no Acordo de Basileia III, optou por não desenvolver quais os eventos de desencadeamento que deveriam estar associados aos instrumentos para que estes pudessem integrar os fundos próprios adicionais de nível 1 das instituições, tendo vindo posteriormente identificar como eventos relevantes a decisão da entidade supervisora de que sem a conversão a instrução se tornaria inviável ou a decisão de recapitalização da instituição mediante o recurso a fundos públicos sem a qual a instituição se tornaria inviável, fundamentando estes eventos no entendimento de que os instrumentos elegíveis para fundos adicionais de nível 1 deverão ser utilizados de forma a obrigar os credores/investidores das instituições a suportar as perdas das instituições, evitando ou reduzindo a intervenção pública para esse efeito. Conforme também já referido supra, o Comité de Basileia considerou ainda que nos casos em que a lei aplicável às condições da emissão previsse a conversão dos instrumentos nas referidas situações as condições não o teriam de o prever embora as partes devessem reconhecer a sujeição dos instrumentos a essa regulamentação (cfr. Ponto 6.2 supra).

¹⁵⁵ Pode, no entanto, referir-se que certa doutrina tende a defender que os eventos de desencadeamento deveriam ter por referência valores de mercado, designadamente um limite mínimo acordado para o valor de mercado das ações representativas do capital social da emitente, uma vez que esse seria o critério que permitiria uma avaliação mais tempestiva e independente tanto das instituições – que preparam os elementos e procedimentos contabilísticos e procedem ao cálculo dos seus rácios de fundos próprios –, no caso dos eventos dependentes dos rácios de fundos próprios da instituição, como das entidades reguladoras e dos respetivos processos de decisão no caso (cfr. John C. Coffee, Jr., *BAIL-INS VERSUS BAIL-OUTS: Using Contingent Capital To Mitigate Systemic Risk*, Working Paper No. 380, Columbia University School of Law - The Center for Law and Economic Studies, 22 Outubro 2010, pp. 37 ss.)

instituição emitente seja objeto de uma medida de resolução ou de medidas de recapitalização com recurso a fundos públicos não tenham de ser, por efeito da lei, convertidos nesse contexto, mesmo que as condições contratuais nada prevejam quanto a esse aspeto. Com efeito, a convertibilidade, por iniciativa da entidade de supervisão competente, dos instrumentos de conversão contingente nessas situações encontra-se prevista pelo legislador europeu na Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento (“Diretiva de Resolução e Recuperação Bancária” ou “DRRB”).

Com efeito, sem prejuízo de conceber os instrumentos de conversão contingente como instrumentos adequados a melhorar a estrutura de capitais das instituições de crédito de forma a aumentar a resistência destas a situações de perdas elevadas, o legislador europeu preocupou-se também em, em situações de risco de viabilidade da atividade da instituição, assegurar a capacidade de absorção de perdas destes instrumentos prioritariamente face a outros credores – comuns ou menos subordinados – das instituições de forma a limitar, tanto quanto possível, as esferas jurídicas afetadas pelo impacto da situação de insolvência da instituição¹⁵⁶⁻¹⁵⁷.

¹⁵⁶ O Considerando Sexto da Diretiva de Resolução e Recuperação Bancária ilustra bem o entendimento do legislador europeu a este respeito: “A atual revisão do quadro regulamentar, nomeadamente o reforço das reservas de capitais e de liquidez e melhores instrumentos para políticas macroprudenciais, deverá reduzir a probabilidade de futuras crises e melhorar a resistência das instituições às pressões económicas, provocadas quer por perturbações sistémicas quer por eventos específicos das próprias instituições. Contudo, não é possível conceber um quadro regulamentar e de supervisão que consiga evitar que as instituições se vejam em dificuldades. Por conseguinte, os Estados-Membros precisam de estar preparados e de possuir instrumentos de recuperação e resolução adequados para gerir situações que envolvam tanto crises sistémicas como a situação de insolvência de instituições. Esses instrumentos deverão incluir mecanismos que permitam às autoridades lidar de forma eficaz com instituições em ou e risco de insolvência”.

¹⁵⁷ Esta questão será desenvolvida no Ponto 9 sobre a situação jurídica dos titulares dos instrumentos de conversão contingente no regime de resolução bancária.

9.1.5.1.1. Outros eventos de desencadeamento

Apesar de um determinado nível de rácios de fundos próprios de nível 1 constituir um evento natural para a conversão dos instrumentos na medida em que essa conversão levará justamente ao aumento do rácio de fundos próprios, o Regulamento prevê expressamente, como já vimos, que para além de eventos dessa natureza, podem as partes acordar na estipulação de outros.

Neste contexto, pode ainda introduzir-se a questão sobre se poderá ser considerado admissível, à luz do Regulamento UE 575/2013, que instrumentos elegíveis para fundos adicionais de nível 1 combinem com o evento de desencadeamento relativo a variações nos rácios de fundos próprios, os quais constituem factos futuros de verificação incerta, o direito do titular do instrumento proceder ao pedido de conversão do instrumento em ações comuns da sociedade, o direito da emitente de proceder, por sua iniciativa, à conversão dos instrumentos em ações comuns ou até mesmo a determinação de um prazo findo o qual o instrumento se deverá converter em ações independentemente da vontade das partes.

Não podemos deixar de constatar que ao juntar-se estes direitos e/ou termos aos instrumentos de conversão contingente, os mesmos deixam de ser apenas de conversão contingente, passando a conversão a constituir, cumulativamente, uma prerrogativa de, em princípio, uma das partes e/ou uma certeza em determinado momento. Os instrumentos de conversão contingente que tenham associadas tais disposições não perdem necessariamente a finalidade necessariamente associada à respetiva conversão, isto é, a de disponibilizar à sociedade fundos próprios principais de nível 1 numa altura em que a sociedade incorra em constrangimentos financeiros que levem à redução dos seus rácios de fundos próprios a níveis que a sociedade entendeu deverem despoletar a emissão de novos instrumentos dessa qualidade. No entanto, limitam essa finalidade, na medida em que os instrumentos podem ser convertidos em circunstâncias diferentes dessa, deixando de estar disponíveis em caso de redução dos níveis de fundos próprios principais de nível se, ao abrigo das referidas prerrogativas ou por verificação de um determinado prazo, forem convertidos antecipadamente.

No entanto, cumpre relembrar que esta situação pode também verificar-se no caso dos instrumentos que apenas podem ser convertidos em virtude da verificação de eventos futuros e incertos, na medida em que esses eventos constituam factos que não se encontrem relacionados com os rácios de fundos próprios da instituição e que possam, assim, verificar-se antecipada e independentemente dos eventos de desencadeamento relativos à manutenção de certos rácios de fundos próprios principais de nível 1 (obrigatórios para efeitos de elegibilidade do instrumento como fundo próprio adicional de nível 1 à luz do Regulamento UE 575/2013). Sendo este cenário expressamente admissível à luz do Regulamento¹⁵⁸, é forçoso concluir que o legislador europeu admite que os instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 possam ser convertidos em instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 em qualquer circunstância prevista pelas partes, desde que efetivamente tenham de ser convertíveis em fundos próprios e, apenas quando e se não noutra situação previamente verificada, necessariamente numa situação em que os rácios de fundos próprios atinjam um determinado valor¹⁵⁹.

Aliás, para reforçar o argumento de que a finalidade do legislador europeu, no contexto global da regulamentação sobre fundos próprios, não é de que as instituições sejam dotadas de instrumentos que, entre outros impactos na sua estrutura financeira e governativa, lhes atribuam acesso, em condições previamente negociadas, a novos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 em situações de constrangimento financeiro com impacto no rácio desses instrumentos face às posições de risco, mas sim o de assegurar um determinado nível, o mais elevado possível, de fundos próprios principais de nível 1, basta constatar-se que o Regulamento UE 575/2013 não impõe como obrigatória a existência de fundos próprios adicionais de nível 1 nem de fundos próprios de nível 2, impondo apenas a existência de um nível mínimo de fundos próprios principais de nível 1 e *permitindo*, tendo em conta os menores custos e as diferentes características do investimento potenciadoras de uma maior amplitude de investidores, que o remanescente dos fundos próprios relevantes para efeitos de rácios seja composto por instrumentos considerados como tendo

¹⁵⁸ Cfr. Artigo 54.º, n.º 1, al. b) do Regulamento UE 575/2013.

¹⁵⁹ Que, no mínimo, deverá ser de 5,125%.

menor capacidade de absorção de perdas da instituição, desde que, no caso dos fundos próprios adicionais de nível 1 possam ser, em circunstâncias expressamente previstas (se não o forem previamente), convertidos (ou reduzidos) em fundos próprios principais de nível 1¹⁶⁰.

Face ao exposto, pensamos nada haver a obstar que os instrumentos adicionais de nível 1 possam para além do tipo de evento de desencadeamento legalmente previsto, atribuir o direito de conversão ao titular dos instrumentos, à instituição emitente¹⁶¹ ou prever um prazo certo para a verificação da conversão¹⁶².

9.1.5.2. O evento de desencadeamento (contingente) como *risco*

Por fim, uma última nota relativa à natureza do risco incorrido pelo titular dos instrumentos de conversão contingente. Na doutrina económica há quem considere que a emissão de instrumentos de conversão contingente, designadamente que tenham por referência um evento de desencadeamento relacionado com o rácio de fundos próprios da instituição, tem uma finalidade semelhante à de um seguro que vise assegurar acesso a capital num momento em que tal seja necessário para assegurar a solvabilidade da instituição¹⁶³. Na doutrina jurídica há quem considere que a verificação de um evento apto a desencadear a conversão do instrumento em ações da instituição próxima da condição correspondente à da verificação do sinistro nos contratos de seguro¹⁶⁴.

¹⁶⁰Sobre a discussão em torno das vantagens da obrigatoriedade da existência de instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 na estrutura de fundos próprios das instituições de crédito vide, entre outros, GEORGE M. VON FURSTENBERG, *Contingent Convertibles...*, op. cit., p. 83.

¹⁶¹ Claro que a previsão destas prerrogativas quer ao titular dos instrumentos quer à emitente não coloca nenhuma destas entidades na posição dos titulares das tradicionais obrigações ou convertíveis em ações nem das obrigações ou outros valores mobiliários na medida em que o direito de solicitar a conversão não é alternativo à opção pelo reembolso do montante do instrumento, uma vez que tal opção não é reconhecida ao titular dos instrumentos adicionais de nível 1 e é reconhecida com significativas limitações à emitente (cfr. Ponto 9.1.3 supra).

¹⁶² Também a favor da admissibilidade de disposições conferindo estes direitos e prazos para conversão pronunciou-se a Autoridade Bancária Europeia ainda no quadro da Diretiva 2009/111/CE (cfr. AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA, *EBA Recommendation...*, op. cit., p. 21).

¹⁶³ Cfr. GEORGE M. VON FURSTENBERG, *Contingent...*, op. cit., p. 39.

¹⁶⁴ Cfr. MIGUEL BRITO BASTOS, *A elegibilidade de valores mobiliários...* op. cit., p. 104.

¹⁶⁵ Usamos por referência a definição de contrato de seguro, do ponto de vista do direito contratual dos seguros, avançada por MARGARIDA LIMA REGO, de acordo com a qual *seguro é o contrato pelo qual uma parte, mediante retribuição, suporta um risco económico da outra parte ou de terceiro, obrigando-*

Do ponto de vista da respetiva finalidade ou resultado económico, uma instituição emitirá instrumentos desta natureza para assegurar acesso a instrumentos de capital *da mais alta qualidade*, num momento em que a emissão de capital desse tipo, *maxime* ações ordinárias representativas do capital social da instituição, pode revelar-se muito difícil – por falta de interessados e desvalorização do preço das ações – e, nesse sentido, insuficiente ou excessivamente onerosa para os acionistas da instituição que veem as suas anteriores posições acionistas muito diluídas.

A instituição emite estes instrumentos, atendendo, parcialmente¹⁶⁶, à possibilidade de se verificar, num dado momento do futuro, um determinado evento, percecionável, com impacto na situação, do ponto de vista financeira e regulatório, da instituição, exógeno¹⁶⁷ face ao contrato. Ou seja, a instituição, atendendo à possibilidade de que os seus rácios de fundos próprios, bem como outro evento incerto e futuro que venha a ser acordado, atinja um determinado nível indesejado ou não permitido pelas regras prudenciais aplicáveis, na sequência do desenvolvimento da sua atividade, isto é, sem que tal facto se prenda com a economia do contrato de emissão dos instrumentos convertíveis, pretende assegurar que, mediante a verificação de tal evento, a quantidade de fundos próprios necessária para o efeito seja disponibilizada, mediante a conversão dos instrumentos de diferente natureza de que é titular, de forma automática, pelo titular do instrumento. Este, contra o pagamento da remuneração acordada, aceita correr o risco de ter de vir a disponibilizar fundos dessa natureza, via conversão dos instrumentos de que já é titular, isto é, satisfazer a necessidade da instituição que esta visou acautelar, tendo em conta as dificuldades que poderia encontrar para obter fundos próprios principais de nível 1 em condições que prevê difíceis.

Desta forma, o evento de desencadeamento, exterior e anterior à relação contratual das partes, reveste as características do *risco de seguro*. Conforme

se a outra parte a dotar a contraparte ou o terceiro dos meios adequados à supressão ou atenuação de consequências negativas reais ou potenciais da verificação de um determinado facto (cfr. MARGARIDA LIMA REGO, Contrato de Seguro e Terceiros, Coimbra Editora, 2010. p. 66).

¹⁶⁶ Existe também uma razão imediata para a emissão de instrumentos de conversão contingente, que consiste no contributo dos referidos instrumentos para o cumprimento dos rácios de fundos próprios e na própria angariação de fundos.

¹⁶⁷ Isto é, prévio ao contrato e não criado pelas partes no âmbito da sua negociação.

resulta do exposto, o risco segurado é o da verificação ou não da redução dos fundos próprios da instituição abaixo de um determinado nível acordado (ou de outro evento de desencadeamento), o que significa que o titular do instrumento terá de cumprir a sua prestação, isto é, disponibilizar os fundos próprios em falta mediante a conversão dos instrumentos em ações. Assim, a verificação do evento representa a situação com impacto negativo para a instituição que esta visa acautelar, cujos prejuízos esta pretende *transferir* para o titular dos instrumentos, passando este a ter algo a perder por efeito da ocorrência do evento, sendo assim o contrato celebrado adequado a cobrir o risco identificado e constante das condições contratuais estabelecidas entre as partes.

Cumprir verificar, ainda assim, se estamos perante um *risco puro*, próprio dos contratos de seguro ou um *risco aleatório ou especulativo*, próprio dos contratos de jogo e aposta¹⁶⁸, por exemplo. O risco puro é aquele que se caracteriza pela possibilidade de verificação de um evento que representa uma perda, isto é, só tem uma vertente negativa. Por outro lado, o risco aleatório ou especulativo é aquele que tanto pode comportar perdas como ganhos. Ora, parece-nos que o evento de desencadeamento associado aos instrumentos de que temos vindo a falar corresponderá a um *risco puro* na medida em que só tem um sentido, isto é, a redução dos níveis próprios da instituição, o qual representa uma perda ou uma desvantagem de natureza patrimonial. Do ponto de vista da instituição pretendem-se acautelar os custos de tal evento. Do ponto de vista do titular dos instrumentos, este é o evento que desencadearia a *obrigação*¹⁶⁹ de prestar¹⁷⁰, isto é, a obrigação de se tornar titular de instrumentos que constituam fundos próprios principais de nível 1 da instituição, suportando os custos que tal evento representaria para outras entidades. A redução dos rácios de fundos próprios da instituição abaixo de um determinado patamar é, assim, o risco

¹⁶⁸ Sobre estes contratos vide, PAULO MOTA PINTO, *Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar* in Revista de Legislação e Jurisprudência, Ano 143, n.º 3987, Jul-Ago 2014, pp. 391-413 e e Ano n.º 144, n.º 3988, Set-Out 2014, pp. 14-56.

¹⁶⁹ Caso falássemos de efeitos jurídicos semelhantes aos do contrato de seguro, o que não é o caso, uma vez que a conversão das obrigações em ações não ficam dependentes de qualquer ato do titular dos instrumentos.

¹⁷⁰ Relembro que me concentro apenas na conversão dos instrumentos em ações comuns e não nas restantes *componentes* da situação jurídica associada aos mesmos.

relevante. Qualquer outra alteração que se verificasse quanto aos fundos próprios da empresa não seria partilhada com o titular dos instrumentos.

9.1.5.3. Critério de conversão - preço

Ora, tendo sido abordada a questão do evento de desencadeamento, focamo-nos agora na relação de conversão entre os instrumentos subscritos e as ações a receber, isto é, a medida de capital da entidade emitente que o titular do instrumento convertível receberá mediante a verificação do evento de desencadeamento e a subsequente emissão de ações a subscrever pelo titular dos instrumentos em troca da extinção dos direitos compreendidos nesse instrumento.

De acordo com o Regulamento UE 575/2013, os termos e condições dos instrumentos suscetíveis de serem convertidos em instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 (ações comuns), devem especificar (i) a taxa de conversão dos instrumentos e o limite para o montante de conversão autorizado ou (ii) um intervalo no âmbito do qual os instrumentos serão convertidos em instrumentos de fundos próprios principais de nível 1¹⁷¹, sem prever demais limitações ao critério de conversão a adotar. Assim, tanto serão admissíveis critérios que estabeleçam o número de ações a entregar ao titular dos instrumentos de conversão contingente, como o critério de conversão que estabeleça o valor, designadamente de mercado, das ações a receber, desde que, em qualquer caso, o número máximo de ações a emitir esteja determinado¹⁷².

Nestes termos, as condições de emissão podem fixar um preço de referência, ou um intervalo de preços, para as ações a adquirir mediante a entrega dos instrumentos convertíveis, resultando o número de ações a entregar da divisão do valor de capital do instrumento, isto é, o valor entregue à emitente aquando da subscrição do mesmo subtraído de eventuais prémios de emissão, pelo preço das ações, conforme resulte dos critérios indicado nas condições, que, em princípio, terão por referência a data de conversão. Neste caso, estando determinado o

¹⁷¹ Cfr. Artigo 54.º, n.º 1, al. c) do Regulamento EU 575/2013.

¹⁷² Cfr. KAMIL LIBERADZKI e MARCIN LIBERADZKI, *Hybrid Securities...*, op. cit., pp. 102 ss.

preço para aquisição de uma ação, o número de ações a entregar aos titulares dos instrumentos convertíveis na data de conversão pode encontrar-se desde logo definido no caso de as condições de emissão estabelecerem um único preço. No caso de ser estabelecido um intervalo de preços, o número máximo de ações a emitir deverá ser estabelecido em função de preço mínimo estabelecido para efeitos de cumprimento da exigência de que seja estabelecido um limite para o montante de conversão autorizado, podendo suceder nesse caso, e naturalmente, que uma quantidade idêntica de fundos entregues à sociedade sirva para emitir e entregar um maior ou menor número de ações ao titular dos instrumentos convertíveis, favorecendo ou desfavorecendo a sua participação social face aos acionistas anteriores¹⁷³⁻¹⁷⁴.

Alternativamente, é também admissível que em vez de estabelecerem um preço, as condições de emissão determinem uma taxa de conversão de acordo com a qual um determinado número de instrumentos de conversão contingente (que corresponderão a um determinado montante de subscrição) atribuirá ao seu titular o direito de subscrição de um determinado número, fixo, de ações comuns (ou outro instrumento de fundos próprios principais de nível 1), sendo possível calcular com base na taxa de conversão acordada o número máximo de ações a emitir, isto é, o montante do aumento de capital a subscrever.

¹⁷³ Veja-se, a título de exemplo de termos e condições de emissão de instrumentos condicionalmente convertíveis que fixam um preço de referência, ou melhor, um intervalo dentro do qual se estabelecerá o preço de referência para conversão em ações, *vide* Prospecto do Banco Bilbao Viscaya Argentaria, S.A. de 11 de Fevereiro de 2014, pp. 42 ss. (disponível em https://shareholdersandinvestors.bbva.com/TLBB/fbinir/mult/20140211_Offering_Circular_Final_tcm927-426676.pdf), que estabelece os termos e condições de instrumentos condicionalmente convertíveis em ações, denominados *Non-Step-Up Non-Cumulative Contingent Convertible Perpetual Preferred Tier 1 Securities*, os quais cumprem os requisitos do Regulamento para serem qualificados como fundos próprios de nível 1, e que preveem que o preço de referência das ações para efeitos da respetiva conversão será no caso de as ações se encontrarem cotadas em mercado regulamentado, o preço de mercado de referência, o preço mínimo acordado entre as partes para o efeito ou o valor nominal das ações, consoante aquele que for mais alto; no caso de as ações não se encontrarem cotadas o mais elevado entre os dois últimos.

¹⁷⁴ No que respeita ao critério de conversão fixo, para se encontrar a remuneração associada a estes instrumentos, isto é, para os avaliar, tender-se-á a aferir probabilidade da ocorrência do evento de desencadeamento, bem como a previsão do valor das ações da emitente na altura da conversão. Quanto mais alto for o preço de conversão estabelecido, ou mais precisamente, quanto mais distante for o preço de conversão fixado do valor patrimonial das ações na data da conversão, maiores serão, naturalmente, as perdas, ou os ganhos – ignorando-se a remuneração do instrumento - incorridas pelo titular dos instrumentos, que vai pagar pelas ações um valor superior ou inferior ao seu valor (de mercado, patrimonial ou outro a que as partes decidam atender) na data de conversão. Assim, no caso de um critério de conversão fixo a alteração do valor patrimonial das ações tem impacto na situação do titular dos instrumentos após a conversão.

Por fim, cabe discernir se se pode entender que a subalínea i) da alínea c) do n.º 1 do Regulamento UE 575/2013, que estabelece que os instrumentos convertíveis devem prever a respetiva taxa de conversão e o montante máximo de conversão autorizado, reconhece que as condições contratuais de emissão dos instrumentos possam prever critérios de conversão variáveis, nos termos dos quais se determine, por exemplo, que a detenção de um certo número de instrumentos permite adquirir um número de ações que corresponda a um valor patrimonial pré-estabelecido ou uma certa percentagem do capital da sociedade emitente¹⁷⁵. Ou seja, neste caso, o critério de conversão estabelecer-se-ia por referência ao valor das ações e iria acompanhando a variação do valor das ações da sociedade emitente, o que significa que o titular dos instrumentos financeiros receberia em resultado da conversão sempre o mesmo valor patrimonial ou o mesmo valor relativo atendendo à totalidade do capital social, independentemente das vicissitudes que viessem a ocorrer na situação patrimonial da sociedade ou no capital social desta (v.g. aumento de capital prévio à emissão)¹⁷⁶.

Este critério acarreta, porém, a potencial impossibilidade de se determinar, no momento da emissão, um limite máximo do número de ações a emitir para efeito da conversão dos instrumentos em cumprimento do critério acordado, na medida em que dependendo do valor das ações da sociedade, o número de ações necessário para representar determinado valor patrimonial vai também variando. Ora, estabelecendo o Regulamento a necessidade de as condições de emissão estabelecerem o montante máximo da conversão, este critério variável, a ser admissível não poderia deixar de ficar sujeito a tal limitação. Assim, parece que para efeitos do Regulamento UE 575/2013, serão admissíveis instrumentos com tais critérios de determinação do preço, desde que limitado a um determinado montante de aumento de capital previamente estabelecido. A admissibilidade do

¹⁷⁵ Cfr. FÁTIMA GOMES, *Obrigações...*, *op. cit.*, pp. 95-96.

¹⁷⁶ Em termos económicos, o critério de conversão variável vai acompanhando a variação do valor das ações da sociedade, o que significa que o titular dos instrumentos financeiros receberá em resultado da conversão sempre o mesmo valor patrimonial ou o mesmo valor relativo atendendo à totalidade do capital social, independente das vicissitudes que venham a ocorrer no capital social da sociedade, neste caso, até ao valor máximo determinado em função da emissão autorizada. Desta forma, o preço das ações adquiridas em função da conversão será apurado apenas no momento da conversão, mediante a divisão do capital dos instrumentos convertíveis pelo valor das ações adquiridas em resultado da conversão, estando as perdas ou ganhos a incorrer pelo titular dos instrumentos na data de conversão estão definidos por altura da emissão.

critério tem de ser também aferida à luz das leis nacionais das emitentes ¹⁷⁷.

Por fim, a necessidade de definição do limite para o montante de conversão autorizado justifica-se, a nosso ver, por duas ordens de razão: (i) a automaticidade da conversão e (ii) a necessidade de assegurar que os instrumentos de conversão contingente, na sua vigência, não constituem um obstáculo à recapitalização da sociedade emitente.

Ora, o primeiro aspeto, de carácter mais procedimental, relaciona-se com a exigência constante do n.º6 do artigo 54.º do Regulamento UE 575/2013, de acordo com o qual a instituição emitente dos instrumentos deve assegurar a disponibilidade a todo o momento de *capital social autorizado* para converter todos os instrumentos emitidos se ocorrer um evento de desencadeamento, devendo todas as autorizações necessárias para o efeito ser obtidas na data de emissão dos instrumentos, e mantidas ao longo da sua existência¹⁷⁸⁻¹⁷⁹. Como se verá em maior detalhe, essa exigência destina-se a assegurar a automaticidade da conversão dos instrumentos no caso de verificação de um evento de desencadeamento, assegurando a manutenção dos rácios de fundos próprios exigíveis, e que constitui um aspeto essencial do regime destes instrumentos.

Quanto ao segundo aspeto, a existência de um limite para o número de instrumentos a emitir em caso de conversão da totalidade dos instrumentos de conversão contingente subscritos no âmbito de uma determinada emissão contribui para que a existência destes instrumentos não seja suscetível de

¹⁷⁷ Este problema não é exclusivo dos instrumentos de conversão contingente, podendo colocar-se a propósito de qualquer instrumento cujas condições prevejam a respetiva conversão com base num critério desta natureza, e em que seja necessário assegurar a aprovação do aumento de capital e da emissão de ações, condicionada à conversão dos instrumentos, desde a data de emissão dos instrumentos. Não resulta diretamente do CSC, no âmbito do regime das obrigações convertíveis em ações, a admissibilidade ou não da aplicação de critérios de conversão variáveis, mas também não é referida qualquer limitação ou solução para a sua compatibilização com a exigência legal de que o aumento de capital necessário à conversão das ações se encontre previamente aprovado, e, por essa razão, admissibilidade do estabelecimento de critérios variáveis de conversão tem sido objeto de discussão doutrinária ao longo dos anos a propósito das obrigações convertíveis em ações. Sobre esta questão e a favor da admissibilidade do critério cfr. FÁTIMA GOMES, *Obrigações...*, *op. cit.*, pp. 97 ss.

¹⁷⁸ Esta regra tem, de resto, paralelismo com a constante do CSC, no regime das obrigações convertíveis em ações, uma vez que nos termos do n.º 3 do artigo 366.º deste diploma, a deliberação de emissão de obrigações implica a aprovação da deliberação de aumento do capital social da sociedade no montante necessário para satisfazer os pedidos de conversão.

¹⁷⁹ Sobre a necessidade de se manter a todo o tempo as autorizações societárias necessárias à conversão dos instrumentos e as eventuais consequências da falta desse requisito, nos termos do Regulamento UE 575/2013, vide Ponto 9.1.5.4 *infra*.

constituir um obstáculo à recapitalização da sociedade através do recurso a instrumentos elegíveis para fundos próprios principais de nível 1. Com efeito, no caso de se prever um critério variável de conversão, por referência ao valor das ações, sem que se previsse um limite para o número de ações a entregar, o efeito de diluição da participação social acionistas titulares de uma participação social previamente à data da conversão, poderia ser de tal forma elevado, que, no período de vigência dos instrumentos previamente à conversão, a existência de instrumentos com tais características poderia ser de molde a afastar a subscrição de instrumentos elegíveis para fundos próprios principais de nível 1¹⁸⁰.

Por outro lado, um critério de preço indeterminado poderia ser mais eficiente a incentivar os acionistas da instituição a capitalizar a sociedade no montante necessário a evitar a verificação do evento de desencadeamento na medida em que, nesse caso, estão sujeitos a um maior risco de diluição que tenderá a aumentar à medida que a situação financeira da sociedade (e o respetivo valor) pioram¹⁸¹.

Não obstante, interessa referir que as emissões de instrumentos de conversão contingente em ações comuns que têm vindo a ser realizadas por instituições de crédito na Europa, tanto antes como depois da publicação do Regulamento UE 575/2013, estabelecem relações de conversão fixas, tanto através do estabelecimento prévio de um preço de conversão como do estabelecimento de um intervalo de preços, ou melhor, do estabelecimento de um preço mínimo, nuns casos aferível à data de conversão noutros à data de emissão¹⁸².

¹⁸⁰ Também sem esta limitação, o interesse dos próprios acionistas da instituição emitente ao tempo da emissão dos instrumentos de conversão contingente, que, nos termos das regras de direito societário aplicáveis poderão ter de aprovar a emissão dos instrumentos e o aumento de capital condicionado para efeitos da eventual conversão das ações, em aprovar a emissão destes instrumentos estaria mais limitado tendo em conta a maior incerteza quanto ao nível de diluição da sua participação.

¹⁸¹ Analisando as vantagens dos instrumentos de conversão contingente na gestão das instituições de crédito, pressupondo um critério de determinação de preço variável (v.g. preço de mercado das ações na altura da conversão), e ainda sem ter por referência o Regulamento UE 575/2013, cfr. MARK J. FLANNERY, *No Pain, no Gain? Effecting Market Discipline via "Reverse Convertible Debentures in Capital Adequacy Beyond Basel* (ed. Hal S. Scott), Oxford, 2005, pp. 6 ss.

¹⁸² Veja-se, a título de exemplo, (a) os termos e condições de emissão de instrumentos condicionalmente convertíveis, denominados *Non-Step-Up Non-Cumulative Contingent Convertible Perpetual Preferred Tier 1 Securities*, pelo Banco Bilbao Viscaya Argentaria, S.A., de 11 de Fevereiro de 2014, bem como de 11 de Fevereiro de 2015, (disponível em

Alguma doutrina económica mais recente, já à luz do Acordo de Basileia III e do Regulamento UE 575/2013, tem vindo a defender que se se atender às motivações, fins e expectativas económico-financeiras, tanto da perspetiva do emitente como da perspetiva do investidor, associadas à emissão dos instrumentos condicionalmente convertíveis, de deve concluir que será expectável que as condições de emissão prevejam que a conversão ocorra acarretando perdas para o titular dos instrumentos, isto é, que mediante a conversão dos instrumentos por cuja subscrição pagou um determinado preço entregue à sociedade o investidor adquira um número de ações inferior àquele que poderia obter com semelhante montante se adquirisse as ações, de forma direta, na altura em que as adquira por conversão¹⁸³. Ainda assim, podia considerar-se que ainda que os titulares dos instrumentos condicionalmente

https://shareholdersandinvestors.bbva.com/TLBB/fbinir/mult/20140211_Offering_Circular_Final_tcm927-426676.pdf), e que preveem que o preço de referência das ações para efeitos da conversão dos instrumentos convertíveis será o mais alto dos seguintes: no caso de as ações se encontrarem cotadas em mercado regulamentado, (i) o preço de mercado de referência, (ii) o preço mínimo, conforme determinado nas condições; ou (iii) o valor nominal das ações; no caso de as ações não se encontrarem cotadas o mais elevado dos dois últimos; (b) os termos e condições da proposta de troca de instrumentos previamente emitidos por instrumentos condicionalmente convertíveis, denominados *Enhanced Capital Notes*, emitida pelo Lloyds Banking Group plc (disponível em http://www.lloydsbankinggroup.com/globalassets/documents/investors/2009/2009nov3_lbg_prospectus.pdf) e que preveem que o preço de referência das ações para efeitos da conversão dos instrumentos convertíveis será o mais alto dos seguintes: (i) a média aritmética do preço médio diário de transação das ações comuns nos cinco dias em que se realizarem transações anteriores a 17 de Novembro de 2009 ou (ii) correspondente a 90 por cento do preço de fecho das ações comuns em 17 de Novembro de 2009, sujeito a eventuais ajustamentos, designadamente em resultado da verificação de factos relevantes da vida societária que devam afetar o critério estabelecido; (c) e ainda os termos e condições de duas emissões de instrumentos condicionalmente convertíveis, denominados *Perpetual Subordinated Contingent Convertible Securities*, pelo

HSBC Holdings plc, datadas de 15 de Setembro de 2014 e de 28 de Setembro de 2015 (disponíveis em

<https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwimq6LGg9DLAhVBohQKHe->

RASYQFggMAE&url=http%3A%2F%2Fwww.hsbc.com%2F~%2Fmedia%2Fhsbc-com%2FInvestorrelationsassets%2Fstockexchangeannouncements%2F2015%2Fseptember%2Fsea-150928-issuance-of-contingent-convertible-securities-

euro&usg=AFQjCNEXufwWTy1reb07n4er45U6liNnig&sig2=4rVGcb1bnKtbj_O1zzbIVA e

<https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&ved=0ahUKEwimq6LGg9DLAhVBohQKHe->

RASYQFggwMAI&url=http%3A%2F%2Fwww.hsbc.com%2F~%2Fmedia%2FHsbc-com%2FInvestorRelationsAssets%2FStockExchangeAnnouncements%2F2014%2Fseptember%2Fsea-140915-issuance-of-perpetual-subordinated-contingent-convertible-securities-hkEx-e-announcement&usg=AFQjCNG_HMvU1mH8fmPEj4EbMB2KGwYg_w&sig2=cSORrr6tV07ADDLgH CMQbw) e que preveem que um preço fixo por ação ordinária para efeitos da conversão dos instrumentos convertíveis, sujeito a ajustamentos em função da verificação de determinados eventos relativos a alterações no capital social da sociedade identificados nas condições).

¹⁸³ GEORGE M. VON FURSTENBERG, *Contingent Convertibles...*, op. cit., pp. 107 ss.

convertíveis pudessem receber as ações atendendo ao valor patrimonial ou de mercado destas na data de conversão, o que implicaria a ausência de perdas, sempre existiriam motivações para a sua emissão pela sociedade, uma vez que esta teria disponível os fundos necessários para satisfazerem uma necessidade de aumento do capital social que numa situação de eventuais dificuldades financeiras poderiam não estar disponíveis¹⁸⁴.

O critério de conversão adotado tem ainda relevância nos termos do artigo 52.º, n.º 3 do Regulamento UE 575/2013, de acordo com o qual *o montante dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 reconhecido nos elementos de fundos próprios adicionais de nível 1 é limitado ao montante mínimo dos elementos de fundos próprios principais de nível 1 que seria gerado se o montante de capital dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 fosse integralmente reduzido ou convertido em instrumentos de fundos próprios principais de nível 1*.

Esta redação, na nossa opinião, pouco clara, atribui ao critério de conversão definido pelas partes, atendendo aos fins regulamentares que norteiam a emissão destes instrumentos, relevância prévia ao momento, futuro e hipotético, da conversão, na medida em que é apto a desde logo limitar os montantes relevantes para fins de elegibilidade como fundos próprios da instituição emitente. Com efeito, de acordo com esta disposição apenas os montantes correspondentes à subscrição dos instrumentos de conversão contingente (*i.e.* instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1) que venham a corresponder à subscrição de novos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 é que podem ser

¹⁸⁴ Se no caso das obrigações convertíveis em ações, o titular das obrigações, na medida em que lhe é reconhecido um direito que pode ou não exercer, tenderá a optar pela conversão das obrigações apenas no caso em que tal lhe permita adquirir ações da emitente a um preço mais vantajoso do que obteria, no momento da conversão, se subscrevesse ou adquirisse ações nas condições de mercado que viessem nesse momento a ser determinadas, ao titular dos instrumentos de conversão contingente não lhe é reconhecida essa possibilidade, na medida em que fica sujeito à conversão dos instrumentos mediante a verificação do evento de desencadeamento acordado. Assim, sendo o critério de conversão acordado pelas partes no momento da emissão do instrumento desfavorável para o investidor, este sabe que caso ocorra um dos eventos de desencadeamento acordados tal fará com que venha, necessariamente, a incorrer em perdas. Por esta razão, ao contrário do que ocorre no caso das obrigações convertíveis tradicionais em que os juros desta espécie de obrigações tende a ser inferior ao das obrigações simples na medida em que conferem ao titular das obrigações apto a fazer incrementar os ganhos do seu investimento, no caso dos instrumentos de conversão contingente o risco assumido pelos respetivos titulares relativamente às perdas em que certamente incorrerá em caso de verificação de um evento de desencadeamento terá de ser compensado por uma taxa de remuneração mais elevada comparativamente com os instrumentos de dívida através dos quais se pudesse dotar a emitente de fundos.

considerados como fundos próprios adicionais de nível 1, tendo em conta que os instrumentos só podem ser assim classificados se reunirem a possibilidade de conversão (ou redução) contingente.

Assim, no caso de se estabelecer um preço de conversão que permita ao titular do instrumento receber ações que representem um valor superior ao valor nominal do instrumento a converter (isto é, estabelecendo um critério equivalente comparativo do valor dos instrumentos e das ações, um instrumento permite ao seu titular adquirir um valor de capital superior ao do instrumento) ou no caso de um critério variável, em que o critério variável definido atribua um prémio de subscrição por ação ao titular do instrumento a converter, até ao limite do montante de conversão autorizado, será necessário retirar, para efeitos de elegibilidade enquanto fundos próprios adicionais de nível 1, aos montantes entregues para subscrição dos instrumentos convertíveis o valor que, de acordo com o critério de conversão estabelecido, seja perdido pela emitente a favor do titular do instrumento no momento da conversão do instrumento num instrumento de fundos próprios principais de nível 1.

9.1.5.4. Procedimento de conversão

Relativamente aos procedimentos a adotar no contexto da conversão dos instrumentos, estabelece o Regulamento UE 575/2013 que, mediante a verificação de um evento de desencadeamento, a instituição emitente deve de imediato informar a entidade de supervisão competente, bem como os titulares dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 de conversão contingente, devendo a conversão ou redução dos instrumentos ocorrer no máximo no prazo de um mês¹⁸⁵.

O Regulamento Delegado (UE) n.º 241/2014, da Comissão, de 07 de Janeiro de 2014, já referido¹⁸⁶ (“Regulamento Delegado UE 241/2014”), que complementa o Regulamento UE 575/2013, e que veio, como o nome indica, esclarecer algumas questões necessárias à correta execução deste último, veio

¹⁸⁵ Cfr. Artigo 52.º, n.º 5 do Regulamento UE 575/2013.

¹⁸⁶ Cfr. Nota 95 supra.

também desenvolver alguns aspetos a respeito dos prazos e procedimentos a adotar na determinação da ocorrência de um evento de desencadeamento.

Confirma este Regulamento que tendo a instituição estabelecido que o seu rácio de fundos próprios principais de nível 1 sofreu uma redução para um valor inferior àquele que ativa a conversão do instrumento¹⁸⁷, deverá o órgão de administração (ou qualquer outro órgão da instituição a quem sejam atribuídas competências para o efeito) determinar sem demora que ocorreu um evento de desencadeamento¹⁸⁸, devendo disso de imediato informar a entidade de supervisão competente, bem como os titulares dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 de conversão contingente¹⁸⁹.

Dispõe o Regulamento Delegado UE 241/2014 que, nesse momento, surge uma obrigação irrevogável de redução do valor ou de conversão do instrumento, a qual deverá verificar-se no prazo máximo de um mês¹⁹⁰. Este período pode ser reduzido por exigência da autoridade competente nos casos em que esta considerar existir certeza suficiente quanto ao montante a converter ou em que considera ser necessária uma conversão ou redução imediata¹⁹¹. Pode ainda haver lugar a uma apreciação independente do montante de fundos próprios de nível 1 a converter no caso de as condições contratuais do instrumento assim o previrem ou no caso de a autoridade de conversão o considerar necessário, não devendo, em todo o caso, levar a que o procedimento de conversão não se encontre concluído no período de um mês¹⁹². Resulta ainda do Regulamento Delegado UE 241/2014 que caso considere existir certeza suficiente quanto à quantidade de instrumentos a converter ou ser necessário que se proceda à conversão dos instrumentos de forma imediata, a autoridade de supervisão poderá, de forma justificada, afastar a aplicação das condições contratuais que prevejam a realização de uma avaliação independente.

Ora, tendo em conta que pode não ser necessária a conversão da totalidade

¹⁸⁷ Tal conclusão deverá surgir na sequência dos cálculos periódicos obrigatórios dos rácios de fundos próprios das instituições de crédito.

¹⁸⁸ Cfr. Artigo 22.º, n.º 1 do Regulamento Delegado UE 241/2014.

¹⁸⁹ Cfr. Artigo 52.º, n.º 5 do Regulamento UE 575/2013.

¹⁹⁰ Cfr. Artigo 52.º, n.º 5, al. b) do Regulamento UE 575/2013 e artigo 22.º, n.º 2 do Regulamento Delegado UE 241/2014.

¹⁹¹ Cfr. Artigo 22.º, n.º 1 do Regulamento Delegado UE 241/2014.

¹⁹² Cfr. Artigo 22.º, n.º 4 do Regulamento Delegado UE 241/2014.

dos instrumentos emitidos para ser assegurada a reposição do nível de fundos próprios exigida pelo Regulamento, parece-nos que, se assim estabelecerem as respetivas condições contratuais, a instituição apenas poderá fazer operar a conversão do número de instrumentos necessário e suficiente para a reposição dos fundos próprios no nível mínimo previsto nas condições contratuais de emissão. Neste âmbito, sendo possível tendo em conta os termos concretos da emissão, parece-nos ainda que a instituição deverá atender a um princípio de igualdade no tratamento dos credores titulares destes instrumentos, devendo optar por imputar uma perda proporcional a cada um dos titulares, tendo em conta o número de instrumentos detido por cada investidor¹⁹³.

Conforme já referido supra¹⁹⁴, a automaticidade da conversão é condição necessária, entre outras, para a elegibilidade dos instrumentos de conversão contingente enquanto instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1. Essa automaticidade não pode, porém, ser assegurada, apenas pelas condições que sejam estabelecidas nos termos contratuais da emissão, sendo necessário como se encontra, aliás, previsto no já referido n.º6 do artigo 54.º do Regulamento UE 575/2013 que a instituição emitente dos instrumentos assegurar a disponibilidade a todo o momento de *capital social autorizado*¹⁹⁵ para converter todos os instrumentos emitidos se ocorrer um evento de desencadeamento, devendo todas as autorizações necessárias para o efeito ser obtidas na data de emissão dos instrumentos, e mantidas ao longo da sua

¹⁹³ É certo que no caso dos instrumentos cujo montante de capital deva ser reduzido a situação reveste maior facilidade prática, uma vez que a instituição poderá optar por fazer reduzir o montante global necessário de forma parcial e igual por referência ao montante de capital de cada um dos instrumentos, sendo os titulares de cada um dos instrumentos afetados da mesma forma, e proporcionalmente, tendo em conta a quantidade de instrumentos de que sejam titulares. A operacionalidade de tal opção torna-se mais complexa no caso da conversão. Com efeito, cada um dos instrumentos convertíveis emitidos não poderá ser parcialmente convertido, pelo que uma eventual imputação proporcional teria de ser feita não do ponto de vista objetivo – por referência ao instrumento per se –, mas do ponto de vista subjetivo – atendendo ao titular dos instrumentos e à quantidade de instrumentos detidos por cada um desses titulares.

¹⁹⁴ Cfr. Ponto 9.1.5.3. supra.

¹⁹⁵ O termo utilizado no Regulamento não coincide com os termos utilizados pela doutrina portuguesa, que classificariam o capital social resultante de um aumento já deliberado mas ainda não subscrito e realizado, e cuja subscrição fica dependente da verificação de um determinado facto futuro e incerto, como *aumento de capital condicionado*, classificando de aumento de capital autorizado aquele que pode resultar de uma decisão do Conselho de Administração através da delegação de competências para deliberação de aumento de capital, sujeito a limites temporais e quantitativos, pela Assembleia Geral naquele órgão, conforme previsto no artigo 486.º do CSC (cfr. Paulo de Tarso Domingues, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, 2013, pp. 393 ss.).

existência. Esta disposição contém assim uma remissão para as regras de direito societário aplicáveis à emitente dos instrumentos em causa, sendo então necessário identificar quais os procedimentos e atos necessários a realizar pela sociedade e respetivos órgãos para assegurar que a emissão dos instrumentos convertíveis é feita em cumprimento dos requisitos legais previstos, de forma a assegurar a regularidade da emissão, os quais têm desde logo como efeito possibilitar a conversão dos instrumentos, de forma célere e sem necessidade de encetar procedimentos societários para o efeito após a verificação do evento de desencadeamento.

O CSC, aplicável à emissão de obrigações pelas sociedades comerciais portuguesas, prevê nos artigos 366.º e seguintes, os atos a adotar pelos órgãos das sociedades anónimas para a emissão de obrigações convertíveis em ações. Em termos gerais, será necessário obter-se a deliberação da emissão das obrigações convertíveis pelo órgão a sociedade competente para o efeito¹⁹⁶. A deliberação de emissão de obrigações convertíveis deverá conter, para além das condições elementares da emissão, a aprovação do aumento de capital da sociedade no montante e nas condições que vierem a ser necessárias para satisfazer os pedidos de conversão¹⁹⁷.

Nos termos do artigo 367.º, n.º 1 do CSC, os acionistas têm direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis em ações, nos mesmos termos que o têm na subscrição de aumentos de capital. Assim, caso o mesmo não seja suprimido (ou limitado), mediante deliberação da assembleia geral e desde que o interesse social o justifique¹⁹⁸, os acionistas poderão, se e na medida em que assim entenderem, subscrever as obrigações convertíveis em ações com

¹⁹⁶ O qual será, em princípio, a assembleia geral da sociedade, podendo ser o órgão de administração da mesma no caso de os estatutos o autorizarem a deliberar a emissão de obrigações bem como o aumento de capital até ao limite máximo que possa resultar da conversão (cfr. artigos 350.º, n.º 1 do CSC e 366.º, n.º 6 do CSC). O n.º 6 do artigo 366.º, que permite que as referidas competências sejam atribuídas ao órgão de administração da sociedade foi, conjuntamente com outras disposições, adicionado pelo Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro, que veio introduzir várias alterações no regime de emissão de obrigações regulado no CSC. Esta disposição visou esclarecer uma dúvida que que era debatida na doutrina. Em sentido contrário ao agora plasmado na lei, anteriormente à alteração legislativa cfr. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Conceitos...*, op. cit., p. 168 ss. e PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações...*, op. cit., p. 417.

¹⁹⁷ Cfr. Artigo 366.º, n.º 3 e n.º 6 do CSC.

¹⁹⁸ Cfr. Artigo 460.º do CSC.

preferência relativamente a quem não for acionista¹⁹⁹.

Ora, parece-nos que o regime das obrigações convertíveis deverá ser aplicável aos instrumentos de conversão contingente, designadamente a respeito das regras de emissão.

Para efeitos do Regulamento UE 575/2013, o aumento de capital, no montante necessário à emissão do número máximo de ações que possa resultar da conversão da totalidade dos instrumentos emitidos, terá de se encontrar aprovado no momento em que ocorra a emissão dos instrumentos de conversão contingente, ainda que esse aumento fique condicionado e limitado à subscrição pelos titulares dos instrumentos de conversão contingente, a qual só se concretizará mediante a verificação de um evento de desencadeamento e na medida que for necessária nos termos das condições de emissão dos referidos instrumentos. Trata-se assim de um *aumento de capital condicionado*, que no ordenamento jurídico português apenas se encontra previsto para as sociedades anónimas, a propósito da emissão de obrigações convertíveis em ações e de obrigações com *warrant*²⁰⁰. De facto, esta modalidade de aumento de capital, apesar de se encontrar, no essencial, sujeita às regras do aumento de capital comum, apresenta uma importante especificidade, na medida em que o montante do aumento de capital deliberado deverá corresponder à totalidade do capital social que poderá ser adquirido pelo conjunto dos titulares dos instrumentos de conversão contingente mediante a sua conversão, de acordo com o critério de conversão acordado. No entanto, apesar de aprovado, sob condição, o aumento de capital só será efetivamente concretizado, isto é, subscrito, na condição e na medida em que os instrumentos forem convertidos, devendo a deliberação de aumento prever, dada a natureza da mesma, que o aumento terá efeitos na medida das subscrições realizadas e à medida em que as mesmas se forem realizando²⁰¹. Assim, a deliberação de aumento de capital condicionado deverá ficar em vigor até que subsistam, e na medida em que subsistam, instrumentos de conversão contingente por referência aos quais tenha sido a deliberação adotada. Esta deliberação será suficiente para que o aumento de capital venha a ser

¹⁹⁹ Cfr. Artigo 458.º e 459.º do CSC.

²⁰⁰ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações...*, op. cit, pp. 414 ss.

²⁰¹ Afastando-se assim, necessariamente, a regra geral quanto à subscrição incompleta de capital social prevista no artigo 457.º, n.º 1 do CSC.

posteriormente subscrito, sem necessidade de qualquer deliberação adicional dos órgãos da sociedade, sendo apenas necessário, para efeitos de registo, de uma declaração do órgão de administração a confirmar o montante do aumento entretanto subscrito²⁰².

Cabe ainda analisar a questão do direito de preferência. Nos termos do regime das obrigações convertíveis, os acionistas da sociedade emitente têm, ao abrigo do artigo 367.º, n.º 1 do CSC, direito de preferência na subscrição desses instrumentos, o qual poderá ser suprimido ou limitado por deliberação da assembleia geral da sociedade.

Para os efeitos da presente análise, isto é, da necessidade de aferir ou assegurar a ausência de constrangimentos de natureza societária à conversão o mais imediata possível dos instrumentos de conversão contingente, cumpre esclarecer se, quanto aos instrumentos de conversão contingente, também deverá ser reconhecido aos acionistas direito de preferência na subscrição dos mesmos, designadamente em alternativa a um eventual direito de preferência na subscrição das ações no âmbito do aumento de capital condicionado aprovado para efeito da conversão.

Ora, as aprovações da emissão dos instrumentos e respetivo exercício de direito de preferência e aprovação do aumento de capital condicionado estão naturalmente interrelacionadas e numa relação de co-dependência, na medida em que uma não pode produzir os seus efeitos sem a outra, pelo que deverão ser analisadas de forma unitária.

Assim, deve considerar-se que, à semelhança do que acontece com as obrigações convertíveis em ações, também no caso dos instrumentos de conversão contingente, o momento e objeto adequados, e únicos, em que e relativamente ao qual os acionistas da emitente poderão exercer o seu direito de preferência será o momento da emissão dos instrumentos convertíveis e por referência à subscrição desses instrumentos. Assim, estando a aprovação de um aumento de capital condicionado limitado aos casos em que tal aumento de capital se encontra ao serviço da emissão de obrigações convertíveis ou com *warrant* - e aos demais casos a que tal regime deva ser aplicável - entendemos

²⁰² Cfr. Artigo 370.º CSC, n.º1 do CSC.

poder ser afirmado que, nos casos de deliberação de um aumento de capital condicionado, os acionistas não deverão ter direito de preferência na subscrição das ações que venham a ser emitidas.

Com efeito, o aumento de capital aprovado nestes termos foi, inicialmente, previsto pelo legislador como um mecanismo destinado a possibilitar aos titulares de obrigações convertíveis²⁰³ o exercício do direito de conversão que lhes é reconhecido nos termos das condições contratuais de emissão, eventualmente aprovados pelos acionistas, sendo que o exercício desse direito só se encontrará garantido não existindo direito de preferência dos acionistas da sociedade. Assim, deverá entender-se que o legislador entendeu haver necessidade de proteger os acionistas nos mesmos termos em que o faz no caso de aumentos de capital a subscrever em dinheiro, mas, de forma a compatibilizar essa proteção com a possibilidade de exercício dos direitos reconhecidos a terceiro, considerou dever antecipar-se essa proteção para o momento da subscrição dos instrumentos aptos a permitir a entrada de terceiros na estrutura de capital da sociedade emitente²⁰⁴.

Tendo em conta que também no caso dos instrumentos de conversão contingente se está perante a emissão de instrumentos aptos a permitir a entrada de terceiros na sociedade, mediante entradas em dinheiro realizadas previamente à subscrição de ações e para efeito, direto e inicial, da subscrição de instrumentos não representativos de capital social da sociedade mas suscetíveis de, mediante a verificação de determinado evento, permitirem a entrada desses terceiros no capital da sociedade²⁰⁵, também neste caso deverá ser reconhecido aos acionistas direito de preferência na subscrição dos referidos instrumentos. Neste sentido, com os mesmos argumentos utilizados para justificar a posição do legislador a respeito das obrigações convertíveis, também nos parece, pelo menos, não haver então necessidade de reconhecimento de direito de preferência aos acionistas da

²⁰³ Numa segunda fase, também aos titulares de obrigações com *warrant* (cfr. artigos 372.º-A e 372.º-B), na redação dada pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro) e mais recentemente para os valores mobiliários representativos de dívida obrigatoriamente convertíveis em ações (cfr. artigo 360.º, n.º 2, al. b), na redação que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro).

²⁰⁴ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações...*, op. cit., pp. 418 ss., parecendo ser também esse o entendimento e CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários*, op. cit., pp. 216-218.

²⁰⁵ Sobre a natureza das entradas no caso de aquisição da posição acionista por conversão de outros instrumentos previamente detidos *vide* Fátima Gomes, *Obrigações...*, p. 241 ss.

sociedade emitente a exercer aquando da conversão dos instrumentos em ações.

Se é certo que, ao contrário do que sucede com as obrigações convertíveis em ações, a conversão dos instrumentos de conversão contingente em ações não consubstancia um direito desde logo reconhecido ao titular dos instrumentos, a exercer, enquanto tal, de acordo com a sua decisão discricionária, parece-nos que, a partir da verificação de um evento de desencadeamento, surge na esfera do titular dos instrumentos o direito a receber ações da emitente, na quantidade que resultar da aplicação do critério de conversão acordado²⁰⁶, direito esse que poderia ser posto em causa caso só nesta fase fosse reconhecido o direito de preferência aos acionistas.

É que, de facto, estruturalmente, não faz sentido que assim seja, na medida em que na altura de subscrição das ações em resultado da conversão dos instrumentos nem estão já reunidas as condições que poderão permitir ao beneficiário da preferência preferir um determinado negócio acordado com um terceiro, na medida em que o exercício do direito de preferência pressupõe que o preferente acompanhe as condições acordadas entre as partes que pretendem celebrar e que projetam o negócio, sendo que, no caso, de ocorrer o exercício da preferência o terceiro não chega a celebrar o negócio.

Ora, no caso dos instrumentos convertíveis, a subscrição das ações não pode ser considerado um negócio autónomo, mas sim um negócio concebido num contexto mais abrangente, previamente acordado e no âmbito do qual as partes se obrigaram a que a subscrição de ações viesse efetivamente a ter lugar entre a emitente e o titular dos instrumentos na altura da conversão. Se, na medida em que a subscrição de ações na sequência da conversão de instrumentos de outra natureza previamente emitidos não deve deixar de ser considerada uma entrada em dinheiro e, como tal, seja, teoricamente, suscetível de ser substituída por entradas realizadas pelos acionistas da sociedade que subscreveriam ações de acordo com o critério de conversão acordado entre os titulares dos instrumentos

²⁰⁶ Com efeito, existe uma diferença entre os instrumentos elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1 que preveem a sua conversão em caso de verificação do evento de desencadeamento e aqueles que preveem a redução, temporária ou definitiva, do respetivo montante. No primeiro caso, os titulares dos instrumentos terão o direito de subscrever ações, em função dos montantes já entregues à sociedade aquando da subscrição dos instrumentos a converter, perdendo o direito ao reembolso do respetivo valor nominal, enquanto no segundo caso apenas perdem o direito a esse reembolso.

e a sociedade emitente, não se pode recusar que, teoricamente, existiria um direito de preferência dos acionistas. No entanto, parece-nos que se deverá considerar que a entrada para a subscrição das ações é realizada por altura da subscrição dos instrumentos convertíveis – ainda que ficando condicionada a um evento futuro e incerto –, pelo que também isso aponta para o exercício de direito de preferência por referência à subscrição dos instrumentos convertíveis.

Com efeito, o negócio que a sociedade emitente pretende celebrar é o da emissão de instrumentos que poderão, eventualmente, e num momento futuro, provocar a emissão de novas ações da sociedade, não se podendo considerar que a emissão futura das ações consubstancia um negócio autónomo suscetível de fazer surgir na esfera dos acionistas o direito de preferência na subscrição de ações como se de uma emissão autónoma se tratasse. Com efeito, a ser assim, haveria o risco de a emitente incumprir o dever de emissão de ações para subscrição pelos titulares dos instrumentos de conversão contingente, se o mesmo não ficasse desde logo condicionado ao exercício do direito de preferência pelos acionistas, estipulação para a qual temos dificuldade em encontrar uma justificação económica da perspetiva do subscritor dos instrumentos (pelo menos no caso de um direito de preferência *tout court*, sem consideração de quaisquer acordos laterais celebrados entre acionistas e titulares dos instrumentos).

Adicionalmente, a admissibilidade do direito de preferência dos acionistas na subscrição de ações na altura da sua emissão na sequência da verificação de um evento de desencadeamento tem sido discutida na perspetiva da sua compatibilidade com a automaticidade necessária à conversão dos instrumentos (tendo em conta que o direito de preferência na subscrição de aumentos de capital mediante entradas em dinheiro é reconhecido aos acionistas na maior parte das jurisdições dos Estados-membros)²⁰⁷.

A Autoridade Bancária Europeia veio pronunciar-se - referindo-se a *pre-emption rights*, e depois de ter levantado reservas a respeito dessa possibilidade - no sentido de considerar admissível que os acionistas possam adquirir as ações

²⁰⁷ Cfr., entre outros, KAMIL LIBERADZKI e MARCIN LIBERADZKI, *Hybrid Securities...*, *op. cit.*, pp. 102 ss., considerando existir uma incompatibilidade entre o reconhecimento do direito de preferência aos acionistas numa situação de conversão dos instrumentos e a automaticidade da conversão requerida pelo Regulamento UE 575/2013.

emitidas para efeitos de conversão, em troca de uma compensação, por si entregue, aos titulares dos instrumentos a converter²⁰⁸. Ora, o direito aqui admitido não corresponde à estrutura do direito de preferência à luz do ordenamento jurídico português, designadamente àquele que é reconhecido aos acionistas no âmbito de deliberações de aumento de capital pelo direito societário nacional. Conforme já referido, nesse caso, o terceiro não mantém qualquer relação com o preferente, sendo, ao invés, preterido por este na contratação projetada com o obrigado à preferência. De acordo com os critérios definidos pela Autoridade Bancária Europeia, parece-nos, então, que será admissível à luz do Regulamento UE 575/2013 que os titulares dos instrumentos reconheçam a favor daqueles que sejam ou vierem a ser os acionistas da emitente ao tempo da conversão dos instrumentos um direito potestativo de aquisição das referidas ações, em princípio, na proporção das respetivas participações e quanto ao remanescente se alguns acionistas optarem por não exercer o respetivo direito, permite a estes últimos optarem por adquirir as ações já depois de emitidas e subscritas, originariamente, pelos titulares dos instrumentos, pelo preço que tiver sido acordado²⁰⁹. Esta solução não parece especialmente apta a propiciar litígios que possam dificultar a rápida conversão dos instrumentos e subscrição das respetivas ações, na medida a conversão dos instrumentos em ações deve ocorrer quando aqueles se encontrem ainda na esfera jurídica do titular dos instrumentos.²¹⁰

Por fim, importa frisar apenas que nos termos do já referido n.º 6 do artigo

²⁰⁸ Cfr. Autoridade Bancária Europeia, *EBA Report – On the monitoring of Additional Tier 1 (AT1) instruments of EU institutions – Update*, datado de 29 de Maio de 2015, disponível em <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+Report+on+the+Additional+Tier+1+instruments+-+May+2015.pdf>, p. 8, tendo ainda a Autoridade Bancária Europeia considerado que o exercício de tal direito pelos acionistas poderia simplificar os procedimentos de supervisão relativamente aos detentores de participações qualificadas da instituição e ainda contribuir para a estabilidade da estrutura acionista da instituição, sem colocar em causa a capacidade de absorção de perdas dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 na medida em que a sua transformação em instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 estaria sempre assegurada.

²⁰⁹ Assim, por exemplo, GEORGE PENNACCHI, THEO VERMAELEN e CHRISTIAN C.P. WOLFF, *Contingent Capital: the case for COERCs*, Agosto de 2010 (revisão Abril 2011), p. 12.

²¹⁰ Dependendo do prazo para o exercício do direito de aquisição, esta estrutura contratual pode não contribuir para simplificar o processo de aquisição de ações no capital social da instituição no que respeita aos procedimentos de supervisão necessários à aquisição de uma participação qualificada no capital social de uma instituição de crédito na medida em que a mesma pode ter de ser feita em relação aos titulares dos instrumentos, não contribuindo assim para uma das vantagens identificadas pela Autoridade Bancária Europeia a respeito da existência de um direito dos acionistas de adquirirem as ações emitidas em resultado da conversão.

54.º do Regulamento UE 575/2013, a aprovação de aumento de capital social necessário para assegurar a possibilidade de conversão de todos os instrumentos emitidos se deve manter válida e em vigor ao longo do período de vigência dos instrumentos convertíveis.

Ora, sendo a deliberação de aumento de capital da competência dos órgãos da sociedade, designadamente da assembleia geral, pode conceber-se que o órgão que tenha deliberado a aprovação do aumento de capital, não tendo este ainda produzido os seus efeitos, delibere, por alguma razão, revogá-la. Nesse caso, para além das indemnizações que venham a ser devidas pela emitente aos titulares dos instrumentos convertíveis por, por um ato imputável à sociedade, se tornar impossível o cumprimento das condições de emissão acordadas²¹¹, consideramos que a elegibilidade dos instrumentos em causa para fundos próprios adicionais de nível 1 deve cessar, na medida em que o requisito da convertibilidade, relacionado com a capacidade de absorção de perdas do instrumento, deixa de se encontrar verificado por falta dos requisitos societários necessários à sua execução²¹². Não estando prevista contratualmente a redução do valor nominal do instrumento mediante a verificação do evento de desencadeamento esta não poderá ocorrer, pelo que os titulares dos instrumentos se manterão credores da sociedade no que respeita ao valor nominal dos instrumentos com prioridade sobre os acionistas, mesmo após a verificação do evento de desencadeamento, contrariando assim os requisitos necessários à sua classificação como instrumento de fundos adicionais de nível 1. Reunindo, ainda assim, características que permitam a sua elegibilidade como fundos próprios principais de nível 2, consideramos que, nestas circunstâncias, os instrumentos possam ser assim considerados.

Tendo em conta as restrições ao direito de reembolso que, nos termos do Regulamento UE 575/2013, são aplicáveis aos instrumentos elegíveis para fundos próprios de nível 1, parece-nos que as condições contratuais desses instrumentos possam prever que se por motivo imputável à emitente (designadamente por ação dos respetivos acionistas), estes deixem de ser classificados como tal ou o cumprimento dos direitos dos subscritores dos instrumentos se torne impossível,

²¹¹ Cfr. Fátima Gomes, *Obrigações...*, op. cit., p. 122 ss.

²¹² Cfr. Artigo 55.º do Regulamento UE 575/2013.

tal possa constituir causa de reembolso antecipado dos instrumentos. No entanto, parece-nos que, mesmo nesse caso, o reembolso deverá ser autorizado pela entidade de supervisão competente, verificadas que estejam as condições necessárias para que esta entidade o possa autorizar²¹³. Com efeito, não nos parece que o incumprimento do emitente possa deixar os titulares dos instrumentos numa situação melhor do que aquela em que este se encontraria caso o referido incumprimento não se tivesse verificado.

9. Os instrumentos de conversão contingente e o regime da resolução bancária

A Diretiva de Resolução e Recuperação Bancária prevê os vários mecanismos jurídicos através dos quais as entidades supervisoras competentes para o efeito poderão concretizar medidas de resolução de instituições de crédito, isto é, medidas que visam lidar com instituições de crédito próximas ou em situação de insolvência em cujo caso, no entanto, a aplicação das regras gerais da insolvência - em função do papel das instituições de crédito na economia e do risco sistémico associado à degradação da situação financeira das instituições de crédito - pode não constituir o procedimento mais adequado a limitar os efeitos sistémicos da situação de falência ou inviabilidade verificada²¹⁴.

Para a análise da situação dos instrumentos de conversão contingente, designadamente aqueles elegíveis como fundos próprios e nível 1 ao abrigo do Regulamento UE 575/2013, no quadro regulatório da resolução bancária cujas características elementares e mínimas se encontram previstas nesta Diretiva e devem ser transpostas pelos legisladores de cada Estado-membro para as respetivas ordens internas²¹⁵, importa destacar os princípios por que se devem reger as entidades supervisoras bancárias na aplicação das medidas de resolução, bem como o tipo de medidas de resolução legalmente previstas e o seu impacto

²¹³ Cfr. Artigo 78.º, n.º 1 do Regulamento UE 575/2013.

²¹⁴ Cfr. Considerando 49.º da DRRB.

²¹⁵ Sobre a natureza e efeitos das Diretivas vide PAUL CRAIG e GRÁINNE DE BÚRCA, *EU Law*, *op. cit.*, pp. 108 ss.

na esfera jurídica dos titulares destes instrumentos²¹⁶.

Quanto aos princípios e finalidades das medidas de resolução bancária, e em traços muito gerais, consagra a Diretiva que as perdas incorridas pela instituição deverão ser adequadamente suportadas pelos acionistas, seguidos dos credores da instituição, atendendo ao grau de subordinação dos seus créditos conforme seja ditado pelo procedimento comum de insolvência e exceto se previsto de outra forma na Diretiva, devendo os credores da mesma categoria suportar as perdas da instituição de forma proporcional, não podendo as perdas suportadas por estes ser superiores àquelas em que incorreriam caso em vez da medida de resolução bancária a instituição fosse liquidada de acordo com o procedimento de insolvência comum, por referência ao momento em que é aplicada a medida de resolução. Estão previstas na Diretiva vários tipos de avaliação para avaliar a extensão das perdas a imputar a acionistas e credores e para verificar o impacto das medidas de resolução comparativamente com a liquidação na situação destes²¹⁷.

A Diretiva prevê os seguintes instrumentos de resolução: (i) o instrumento de alienação da atividade; (ii) o instrumento de criação de uma instituição de transição; (iii) o instrumento de segregação de ativos; e (iv) o instrumento de recapitalização interna, sendo que todos podem ser utilizados individual ou conjuntamente com os restantes, à exceção do instrumento de segregação de ativos que deverá ser necessariamente aplicado em conjunto com outro dos instrumentos enunciados²¹⁸.

Para além dos instrumentos de resolução enunciados, prevê-se ainda o poder de redução de instrumentos de capital, previsto nos artigos 59.º e seguintes da Diretiva da Resolução e Recuperação Bancária, através do qual as autoridades supervisoras competentes, tanto no caso de não serem aplicadas medidas de resolução como em articulação com estas no caso de estarem reunidos os pressupostos à aplicação dessas medidas, poderão reduzir ou converter os instrumentos de fundos próprios (aqui designados por capital

²¹⁶ As normas da Diretiva de Resolução e Recuperação Bancária que acabam de se referir forma transpostas para a ordem jurídica portuguesa pela Lei n.º 23-A/2015, encontrando-se plasmadas no RGICSF (artigos 145.º-A e seguintes).

²¹⁷ Cfr. Considerando 47.º, 50.º e 51.º e artigos 34.º e 36.º da DRRB.

²¹⁸ Cfr. Artigo 37.º, n.º 3 a 5 da DRRB.

apesar de estarem em causa elementos e instrumentos que contabilisticamente tendem a ser classificados como dívida) de uma instituição²¹⁹.

Em maior detalhe, no caso de não estar em causa a articulação com instrumentos de resolução, o poder de conversão ou redução dos instrumentos de capital relevantes²²⁰ deverá ser exercido pelas autoridades competentes em cada Estado-membro no caso de ser determinado pela autoridade competente que caso tal não se verifique a instituição deixará de ser viável²²¹⁻²²², ou no caso de ser exigido pela instituição apoio financeiro público²²³. Este poder deverá ainda ser exercido no caso de se encontrarem verificados os pressupostos para aplicação de medidas de resolução²²⁴, antes de terem sido tomadas medidas de resolução²²⁵, sem prejuízo da sua articulação com estas²²⁶.

Verificados os pressupostos acima genericamente elencados, prevê o número 1 do artigo 60.º da Diretiva de Resolução e Recuperação Bancária que os instrumentos de capital - aqui numa aceção mais vasta, que inclui para além dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 e dos fundos próprios adicionais de nível 2, também os próprios instrumentos de fundos próprios principais de nível - devem então ser reduzidos (no caso destes últimos) ou reduzidos ou convertidos no caso das duas primeiras categorias de fundos próprios referidas.

Estabelece assim esta disposição que, atendendo à ordem de prioridade dos

²¹⁹ Cfr. Artigo 59.º, n.º 1 e 2 da DRRB.

²²⁰ Nos termos da Diretiva, e para efeitos, designadamente, do capítulo sobre a redução de instrumentos de capital, deve entender-se por instrumentos de capital relevantes os instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 e os instrumentos de fundos próprios de nível 2 na aceção do Regulamento UE 575/2013 (cfr. artigo Parágrafos (69), (73) e (74) do n.º 1 artigo 2.º da Diretiva de Resolução e Recuperação Bancária), embora o legislador acabe também por tratar da redução dos instrumentos de fundos próprios de nível 1 no âmbito das disposições sobre redução ou conversão de instrumentos de capital.

²²¹ Cfr. Artigo 59.º, n.º3, al. b) da DRRB.

²²² Entendendo-se que a instituição deixará de ser viável no caso de se encontrar em risco de insolvência, de acordo com os critérios previstos no artigo 32.º, n.º 4 da Diretiva em análise, não existindo nenhuma perspectiva razoável de que eventuais ações, incluindo medidas alternativas do setor privado ou ações de supervisão (incluindo medidas de intervenção precoce), para além da redução ou da conversão dos instrumentos de capital, isoladamente ou em conjugação com uma medida de resolução, impediriam a situação de insolvência da instituição (cfr. artigo 59.º, n.º 4 e 5 da DRRB).

²²³ Cfr. Artigo 59.º, n.º3, al. e) da DRRB.

²²⁴ Conforme previsto no artigo 32.º e 33.º da DRRB.

²²⁵ Cfr. Artigo 59.º, n.º3, al. a) da DRRB.

²²⁶ Cfr. Artigo 59.º, n.º 1, al. b) e artigo 37.º, n.º 2 da DRRB.

créditos em processos normais de insolvência, sejam reduzidas os instrumentos de fundos próprios de nível 1, na proporção das perdas e até ao limite da sua capacidade²²⁷. De seguida, deverão ser reduzidos ou convertidos os instrumentos de fundos próprios de nível 1, na medida do necessário ou na medida da sua capacidade, consoante o que for menor²²⁸, sendo de seguida, se necessário, o mesmo aplicável aos instrumentos de fundos próprios de nível 2²²⁹. Prevê ainda a Diretiva que, no caso de redução ou conversão dos instrumentos, nenhuma obrigação, com exceção das que se encontrem já vencidas – quando sejam efetivamente devidas -, subsistirá, não sendo devida qualquer compensação aos titulares dos instrumentos reduzidos ou convertidos, sem prejuízo da obrigação de entrega dos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 em caso de conversão²³⁰.

A conversão dos instrumentos de capital relevantes²³¹ fica sujeita às seguintes condições: (i) os instrumentos de fundos próprios principais deverão ser emitidos pela instituição de crédito ou respetiva empresa-mãe com o acordo da autoridade de resolução da instituição ou da empresa-mãe; (ii) os instrumentos a entregar aos titulares dos instrumentos convertidos deverão ser emitidos antes de serem emitidas quaisquer ações ou instrumentos equivalentes

²²⁷ Esta redução deve operar através da extinção das ações ou outros instrumentos equivalentes ou da sua transmissão para os credores da sociedade (cujos créditos seja convertidos em ações ou como forma de compensação pela redução dos mesmos). Caso a sociedade tenha um valor líquido positivo, a redução dos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 deverá operar através da diluição da participação acionista em consequência da conversão dos créditos dos titulares dos instrumentos de conversão relevantes (cfr. artigo 47.º, n.º 1 *ex vi* artigo 60.º, n.º 1, al. a) da DRRB).

²²⁸ Cfr. Artigo 60.º, n.º 1, al. b) da DRRB.

²²⁹ Cfr. Artigo 60.º, n.º 1, al. c) da DRRB.

²³⁰ Cfr. Artigo 60.º, n.º 2 da DRRB.

²³¹ Deve referir-se que o n.º 3 do artigo 60.º da DRRB, que prevê as condições necessárias para que a conversão dos instrumentos se possa verificar, apenas é feita referência à alínea b) do n.º 1 do artigo 60.º - que prevê a conversão ou redução dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 - e não também à alínea c) do mesmo artigo, que se refere à conversão ou redução dos fundos próprios principais de nível 2. Não vemos como tal possa ser intencional, na medida em que as condições previstas não apresentam um carácter mais restritivo ou desfavorável face a outras regras gerais que pudessem estar previstas (e que, em todo o caso, não estão), mas parecem-nos antes condições genéricas aplicáveis à conversão dos instrumentos e cuja previsão é necessária sob pena de existirem relevantes lacunas no regime, pelo que não vemos por que não hão-se também considerar-se aplicáveis à conversão de instrumentos de fundos próprios de nível 2 caso ocorra. A proposta de Diretiva inicialmente preparada pela Comissão Europeia (*Proposal for a Directive Of The European Parliament And Of The Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010*) previa a aplicação genérica de tais condições a qualquer instrumento suscetível de conversão.

a subscrever pelo Estado ou por outra entidade pública no contexto de aplicação de medidas de reforço da solidez financeira da instituição com recurso ao apoio financeiro do Estado – de forma a evitar a diluição da participação social do Estado ou outra entidade pública na instituição e a eventual distribuição do património resultante da injeção de capitais públicos pelos titulares de instrumentos de fundos próprios da instituição; (iii) os instrumentos deverão ser emitidos e entregues sem demora – de forma a definir a estrutura acionista da instituição e a evitar o surgimento de créditos e reclamações dos titulares dos instrumentos para com a instituição, que levem à limitação do uso dos montantes correspondentes pela sociedade²³²; (iv) a taxa de conversão a utilizar na determinação do número de ações comuns (ou outros instrumentos de fundos próprios principais de nível 1) a entregar em troca dos instrumentos - ou créditos - convertidos, atendendo ao valor dos mesmos, e a determinar pelas autoridades de resolução em cada caso²³³, deverá respeitar os princípios estabelecidos no artigo 50.º da Diretiva²³⁴⁻²³⁵.

Relativamente aos princípios aplicáveis à taxa de conversão, estabelece a Diretiva que as autoridades de supervisão competentes deverão estabelecer taxas de conversão que reflitam uma compensação apropriada dos titulares dos instrumentos afetados pelas perdas incorridas em virtude do exercício dos poderes de redução e de conversão²³⁶ e ainda que poderão estabelecer taxas de conversão diferentes para diferentes categorias de instrumentos de capital a converter – isto é, poderão fazer a diferenciação entre os instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 e os fundos próprios de nível 2, desde que os instrumentos da primeira categoria se encontrem numa posição de subordinação face aos da segunda, nos termos do regime de insolvência aplicável²³⁷.

²³² Nos termos do n.º 4 do artigo 60.º da DRRB, a autoridade responsável pela resolução de uma instituição de crédito pode existir que as aprovações e procedimentos societários necessários à emissão de novas ações se encontrem a todo o tempo disponíveis.

²³³ Cfr. Artigo 50.º, n.º 1 da DRRB.

²³⁴ Cfr. Artigo 60.º, n.º 3, al. d) da DRRB.

²³⁵ Os princípios contantes deste artigo deverão ser objeto de orientações da Autoridade Bancária Europeia, a qual emitiu já um documento de consulta pública sobre o tema, intitulado *Consultation Paper - Draft Guidelines on the rate of conversion of debt to equity in bail-in*, datado de 11 de Novembro de 2014, disponível em <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/890758/EBA-CP-2014-39+CP+on+GL+on+conversion+rates.pdf>.

²³⁶ Cfr. Artigo 50.º, n.º 2 da DRRB.

²³⁷ Cfr. Artigo 50.º, n.º 1 e 3 da DRRB.

As autoridades de supervisão competentes, nas decisões que tomem ao abrigo da margem de livre decisão que lhes é concedida a este respeito, deverão ter por base a avaliação da instituição, e, na decisão de optarem por estabelecer diferentes taxas de conversão para diferentes categorias de credores, deverão guiar-se pelos princípios que deverão limitar e guiar quaisquer medidas tomadas ao abrigo do regime de resolução, designadamente o princípio de que nenhum credor ou acionista deverá ser mais prejudicado no âmbito de aplicação das medidas de redução de instrumentos de capital (bem como das restantes medidas de resolução) do que seria num cenário de procedimento comum de liquidação da instituição, o princípio da ordem de satisfação dos credores em virtude do grau de subordinação dos seus créditos nos termos das regras de insolvência aplicáveis, não devendo ainda o estabelecimento de diferentes taxas de conversão ser de molde a beneficiar de forma desproporcional uma determinada categoria de credores²³⁸.

Do que foi exposto fica claro que nos termos do regime europeu da resolução e recuperação bancária a possibilidade de conversão de instrumentos representativos de fundos próprios (que não fundos próprios principais de nível 1) em ações comuns, mediante a verificação de uma situação de insolvência em que a conversão ou redução desses instrumentos (bem como a redução do capital correspondente aos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1) seja necessária para permitir a continuidade da atividade da instituição, a verificação da necessidade de receção de fundos públicos para evitar o colapso da instituição ou ainda a necessidade de aplicação de medidas de resolução à instituição não é um exclusivo dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 que, nos termos do Regulamento UE 575/2013, deverão prever a possibilidade de serem convertidos em instrumentos de fundos próprios de nível 1 (ainda que não necessariamente nas situações aqui enunciadas, isto é, nas situações em que, ao abrigo do regime de resolução e recuperação bancária, podem ser aplicadas pelas autoridades de supervisão medidas de redução de instrumentos de capital)²³⁹.

²³⁸ Cfr. AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA, *Consultation Paper - Draft Guidelines on the rate of conversion of debt to equity in bail-in*, op. cit., pp. 7-12.

²³⁹ Fazemos apenas referência aos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 na aceção do artigo 52.º do Regulamento 575/2013, e não a outros instrumentos que nos termos das disposições transitórias do referido regulamento continuam a poder ser assim classificados, os

Assim, o legislador europeu, no âmbito da regulação sobre resolução e recuperação bancária acabou por não apenas seguir as indicações do Comité de Basileia como ir para além delas, ao prever que não apenas os instrumentos elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1 deveriam poder ser reduzidos, por decisão da autoridade de supervisão, no caso de a situação financeira da sociedade só se manter viável com essa conversão ou previamente à realização de investimento público também necessário à instituição, mas também os fundos próprios de nível 2 (para além da redução do montante de capital dos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1, cujos titulares teriam em qualquer caso de suportar prioritariamente as perdas).

Posto isto, podemos chegar à conclusão de que o legislador europeu atribui, com efeito, uma finalidade específica aos instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios de nível 1, os quais deverão ser automaticamente convertíveis – sem necessidade de intervenção da entidade de supervisão – e mediante a verificação de um evento de desencadeamento necessariamente relacionado com o nível de rácios de fundos próprios principais de nível 1 da instituição, o qual pode, no entanto, ser estipulado em níveis relativamente altos e, portanto, ainda longe de uma situação de insolvência. Assim, e sem prejuízo das análises económicas que se possam fazer quanto ao nível de rácios mais adequados a considerar para efeitos do efeito de desencadeamento da conversão, podemos afirmar que a finalidade da exigência legal de que os instrumentos adicionais de fundos próprios de nível 1 sejam dotados de um mecanismo de convertibilidade contingente e automática em fundos próprios principais de nível 1 (máxime *ações comuns*) é o de assegurar a sua capacidade de absorção de perdas e de contribuir para o cumprimento das obrigações regulamentares da instituição no decurso normal da sua atividade e no âmbito dos poderes de gestão da sua administração (sem prejuízo dos poderes de intervenção reconhecidos às entidades de supervisão competentes já referidos). A capacidade de absorção de

quais relevam também para os efeitos da Diretiva de Resolução e Recuperação Bancária (cfr. Autoridade Bancária Europeia, *Consultation Paper - Draft Guidelines concerning the interrelationship between the BRRD sequence of writedown and conversion and CRR/CRD IV*, de 1 de Outubro de 2014, (disponível em https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwj8nJDaz9zMAhUHQBoKHTH1BBoQFggoMAE&url=https%3A%2F%2Fwww.fitd.it%2FNormative%2FDownload%2F392&usg=AFQjCNHVeXnKVf8DNqfQmbUD7X1gu2YmNA&sig2=rfrVMEmtLFg_FEQWhpQORw), p. 6.

perdas, da forma mais eficaz e ampla possível, em situações de insolvência ou inviabilidade da instituição são, assim, para o legislador europeu, características que deverão ser próprias de todos os instrumentos de fundos próprios e, preferencialmente, por iniciativa e nos termos estabelecidos pelas entidades de supervisão e não pelas partes, conforme se defenderá de seguida.

De facto, é provável que para que a sociedade chegue a uma situação de insolvência ou de necessidade de recurso a fundos públicos para assegurar a sua solvabilidade ou a uma situação que justifique mesmo a aplicação de medidas de resolução, tenha de passar por constrangimentos na sua situação financeira que levem à redução de fundos próprios até níveis muito baixos e que, por essa via, não seja provável que não se verifique um evento de desencadeamento da conversão dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 previamente a uma eventual situação de insolvência o que, implicaria, que nessas circunstâncias, os antigos titulares de instrumentos convertíveis seriam já acionistas comuns da instituição, sendo nessa qualidade que teriam de suportar as perdas no âmbito de uma eventual aplicação de medidas de redução de instrumentos de capital ou de medidas de resolução. No entanto, não é garantido que assim seja. Com efeito, tendo em conta que os eventos de desencadeamento dependem, necessariamente, de dados contabilísticos, gerados e tratados pelas instituições com uma determinada periodicidade é possível, ainda que eventual ou desejavelmente pouco provável, conceber um caso de ocorrência abrupta de uma série de eventos com grande impacto na situação económica de uma instituição que a deixem perto de uma situação de insolvência (e, nesse caso, já em incumprimento de uma situação de insolvência), que ameace a sua viabilidade, e com verificação dos pressupostos previstos no regime de resolução e recuperação bancária²⁴⁰.

Perante a possibilidade de existirem assim instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 emitidos pela instituição e não previamente convertidos quando se verificam circunstâncias que obrigam a entidade supervisora competente a tomar as medidas previstas nos termos do regime da resolução

²⁴⁰ Relembramos que um dos pressupostos previstos na DRRB é a ausência de perspetivas razoáveis de que a viabilidade da instituição possa ser assegurada com recurso a procedimentos privados de recapitalização, como seria o caso da conversão dos instrumentos de fundos próprios de acordo com as condições contratuais acordadas entre a instituição e o investidor.

bancária, que implicarão a conversão ou redução de instrumentos de fundos próprios da instituição (*i.e.*, medidas de redução de capital individual ou em conjunto com medidas de resolução, designadamente através do instrumento de recapitalização interna [*bail in*]), importa aferir qual a situação jurídica dos titulares dos instrumentos de conversão contingente elegíveis para fundos próprios.

Parece-nos pertinente esclarecer duas questões. A primeira consiste em saber que regras deverão ser, neste contexto, aplicadas à conversão dos instrumentos adicionais de fundos próprios de nível 1 de conversão contingente, isto é, se deverão ser aplicadas as regras contratualmente estabelecidas pelas partes, designadamente a taxa de conversão ou as regras a determinar pela autoridade de supervisão no âmbito dos poderes que lhe são conferidos pelo regime da resolução bancária. A segunda consiste em saber se o regime da resolução bancária distingue, de alguma forma, os instrumentos de conversão contingente, incluindo os instrumentos de fundos adicionais de nível 1, dos instrumentos de fundos próprios de nível 2 no que respeita às regras associadas à conversão dos mesmos.

Quanto à primeira questão, na medida em que a autoridade de supervisão tem o dever de, verificados os pressupostos acima referidos, proceder à redução ou conversão dos instrumentos de capital nos termos previsto no artigo 59.^o e seguintes da Diretiva de Resolução e Recuperação Bancária, entendemos que os instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 – que, em princípio, nos termos do Regulamento UE 575/2013, preveem eventos de desencadeamento e outras condições contratuais da conversão – (bem como os fundos próprios de nível 2 que eventualmente prevejam semelhantes condições) deverão ser sujeitos ao mesmo regime do que todos os instrumentos de capital relevantes que não contenham quaisquer disposições a respeito da respetiva conversão, devendo ser-lhes aplicáveis as regras de conversão, designadamente no que respeita à taxa de conversão, previstas no regime da resolução bancária.

Entendemos ser esta a solução que melhor se coaduna com a necessidade de assegurar a coerência e compatibilidade das medidas de redução ou conversão de instrumentos de capital com o respeito pela ordem de subordinação dos

créditos dos titulares dos instrumentos de fundos próprios e com a liberdade da autoridade de supervisão para optar pela redução ou conversão dos instrumentos, na medida em que a aplicação das condições da conversão contratualmente estabelecidas, para além de limitarem esta prerrogativa reconhecida às autoridades de supervisão, poderia ter como consequência a atribuição de um tratamento mais favorável a instrumentos com um grau de subordinação superior, contrariando os critérios legais estabelecidos, designadamente no artigo 50.º da Diretiva de Resolução e Recuperação Bancária. Ainda que existisse o argumento formal de que o evento de desencadeamento contratualmente previsto ter-se-ia entretanto verificado, o mesmo teria sido já consumido pela deterioração da situação financeira da sociedade para uma escala em que a conversão dos instrumentos nesses termos não seria já suficiente para assegurar a viabilidade da instituição (caso contrário, não estariam reunidos os pressupostos de aplicação das medidas de redução de capital), pelo que a finalidade e as circunstâncias concebidas para a conversão do instrumento deixariam de estar verificadas. Também parece que será assim no caso de os instrumentos, desde que elegíveis para fundos próprios, que tenham como evento de desencadeamento, contratualmente estabelecido, precisamente a verificação de insolvência ou a necessidade de recurso a investimento público. Neste caso, apesar da finalidade e das circunstâncias para as quais as características do instrumento foram concebidas se verificarem, parece-nos que o poder que a Diretiva prevê dever ser atribuído à entidade supervisora em tais situações deverá prevalecer, não devendo, nessas circunstâncias, ser restringido pelas estipulações das partes. Assim, apesar de o Regulamento UE 575/2013 não restringir os tipos de eventos de desencadeamento admissíveis, parece-nos que o enquadramento legislativo europeu, conjunto, em matéria de regulação de fundos próprios e de resolução bancária acaba por não reconhecer a autonomia das partes emitente e subscritora dos fundos próprios no que respeita à conversão dos instrumentos em situação de insolvência ou de necessidade de recurso a fundos públicos.

A resposta à segunda questão vai na senda do que se acaba de dizer. No que diz respeito ao regime da redução ou conversão de instrumentos de capital, prevê a Diretiva que no universo dos fundos próprios da instituição, se atenda à

hierarquização dos créditos em processos normais de insolvência, sendo por essa ordem que se deve proceder à redução ou conversão dos instrumentos, não relevando assim que as condições contratuais dos instrumentos prevejam eventos e regras de conversão, a não ser que tal característica seja relevante para determinar a senioridade do crédito em causa.

Por fim, importa ainda referir brevemente o regime da recapitalização interna (ou *bail in*)²⁴¹ no seio do processo de resolução (o qual poderá ser aplicado cumulativamente outros instrumentos de resolução). Este instrumento é adequado a servir várias das finalidades do regime de resolução bancária, designadamente a minimização dos custos a suportar pelos contribuintes na tentativa dos estados de viabilizarem a instituição em situação de insolvência e de evitar a propagação sistémica dos efeitos da insolvência da instituição²⁴². E estas finalidades são prosseguidas na medida em que é este instrumento que está ao serviço do princípio da suportação preferencial de perdas pelos acionistas e credores da instituição, em princípio, de acordo com o grau de subordinação dos créditos de cada um. O mecanismo utilizado para absorção de perdas é, no caso dos acionistas, a extinção, transferência ou diluição das ações, e a redução ou conversão dos créditos com origem noutros instrumentos ou contratos em capital social da instituição de crédito²⁴³.

O instrumento da recapitalização interna (ou *bail in*) é então o instrumento de resolução através do qual as entidades mais estreitamente relacionadas – num grau de proximidade que vai diminuindo na medida em que a quantidade de perdas a absorver aumenta – suportam as perdas da instituição de crédito, que são assim transferidas para a esfera daquelas, de forma a (i) se for caso disso, a instituição objeto da resolução vir a apresentar um valor patrimonial líquido igual

²⁴¹ Sobre esta matéria *vide*, entre outros, Anna GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico in Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, Vol. 68, Nº. 5, 2015, p. 587-630.

²⁴² Cfr. Considerando 67.º da DRRB.

²⁴³ No entender do legislador europeu, atendendo a este mecanismo, o instrumento de recapitalização interna incentivará assim mais fortemente os credores e os acionistas das instituições a acompanharem a saúde de uma instituição em circunstâncias normais, cumprindo além disso a recomendação do Conselho para a Estabilidade Financeira segundo a qual o enquadramento para a resolução deverá incluir poderes legais para reduzir a dívida e poderes de conversão, como opção adicional e em conjunto com outros instrumentos de resolução (cfr. Considerando 77.º da DRRB).

a zero²⁴⁴ (i) no caso de se pretender que a instituição objeto da resolução recupere a sua viabilidade, permitir o restabelecimento da sua situação financeira e das demais condições necessárias para a prossecução da sua atividade em cumprimento das condições regulamentares aplicáveis (designadamente o cumprimento dos rácios de fundos próprios)²⁴⁵ e desde que exista uma perspetiva razoável do restabelecimento e manutenção da solidez financeira e da viabilidade a longo prazo da instituição apta a sustentar a confiança suficiente dos mercados na instituição²⁴⁶ ou, (ii) no caso de aplicação conjunta com um instrumento de criação de uma instituição de transição ou de segregação de ativos, reduzir o montante dos créditos ou instrumentos em dívida a transferir; a fim de, conforme aplicável, garantir a disponibilidade de capital necessária e o cumprimento dos rácios de fundos próprios pela instituição de transição ou transmitir os ativos fazendo uma estimativa prudente das necessidades de capital do veículo de gestão de ativos²⁴⁷.

Os instrumentos e respetivos direitos de crédito suscetíveis de conversão ou redução abrangem quaisquer passivos, incluindo fundos próprios, que não se encontrem legalmente excluídos ou, excecionalmente, o sejam, total ou parcialmente, por a razões de ordem procedimental e/ou económica)²⁴⁸, com respeito pelo grau de subordinação de cada classe de direitos de crédito em causa.

Assim, este instrumento sobrepõe-se, em certa medida, ao poder de redução ou conversão de instrumentos de capital que temos vindo a referir no que respeita, precisamente, aos instrumentos de fundos próprios. Por essa razão, e atendendo também ao princípio genérico do regime da resolução bancária de que as perdas deverão ser prioritariamente suportadas e tanto quanto possível limitadas aos acionistas e credores com maior grau de subordinação da instituição - a Diretiva prevê que quando uma instituição preenche as condições para resolução e a autoridade de resolução decide aplicar a essa instituição um instrumento de resolução, deverá o poder de redução dos instrumentos de capital

²⁴⁴ Cfr. Artigo 46.º, n.º 1, al. a) da DRRB.

²⁴⁵ Cfr. Artigo 46.º, n.º 1, al. b) da DRRB.

²⁴⁶ Cfr. Artigo 43.º, n.º 2, al. a) e n.º 3 da DRRB.

²⁴⁷ Cfr. Artigo 43.º, n.º 2, al. b), artigo 46.º, n.º 1, al. b) e artigo 46.º, n.º 2 da DRRB.

²⁴⁸ Cfr. Artigo 44.º, n.º 1 a 3 da DRRB.

ser exercido, nos termos já indicados²⁴⁹.

Na medida em que, sendo necessário, a autoridade de supervisão opte pela conversão dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 e dos fundos próprios adicionais de nível 2, se aplicável, estes serão, por altura da aplicação do instrumento de resolução de recapitalização interna, fundos próprios principais de nível 1 (ações comuns ou outros instrumentos equivalentes). No caso de a conversão ter sido aplicada como medida prévia à aplicação da medida de resolução, poderia questionar-se se as medidas atinentes ao instrumento de resolução a aplicar, neste caso, ao instrumento de recapitalização interna, e a possibilidade de redução de fundos próprios e outros passivos se voltaria a aplicar aos fundos próprios já objeto de conversão. Ora, nos termos do n.º 3 do artigo 47.º da Diretiva a resposta é positiva na medida em que prevê esta disposição que as medidas de redução dos fundos próprios principais de nível 1 são também aplicáveis àqueles instrumentos classificáveis enquanto tal que tenham resultado da conversão efetuada de acordo com os termos previstos no artigo 60.º da Diretiva.

Assim, os fundos próprios das instituições (sem distinção entre aqueles que preveem cláusulas de conversão e os que delas não dispuserem) são aptos a suportar perdas no âmbito de aplicação das medidas de conversão dos instrumentos de capital e depois, já na sua nova qualidade de instrumentos de fundos próprios principais de nível 1, nos termos previstos no artigo 47.º, número 1 da Diretiva. Nesta perspetiva, esses instrumentos poderão ser extintos (artigo 47.º, número 1, alínea a)] ou, no caso de a instituição manter um resultado líquido positivo, o seu valor pode ser reduzido mediante diluição na sequência da emissão de novos instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 que resultem da conversão,, como forma de absorção de perdas, e no contexto do *bail-in*, de créditos dos titulares de outros passivos elegíveis, conforme definidos no artigo 44.º da Diretiva.

De referir que também deverão ser convertidos os instrumentos de dívida (isto é, aqueles instrumentos que não são elegíveis para fundos próprios uma vez que não reúnem os requisitos necessários no que respeita, por exemplo, à

²⁴⁹ Cfr. Artigo 60.º, n.º 5 da DRRB.

subordinação ou ao reconhecimento do direito da emitente a não pagar a remuneração acordada) que, nos termos das respectivas cláusulas contratuais, devam ser convertidos face à ocorrência de um evento anterior ou concomitante à determinação da autoridade de supervisão de que se encontram reunidas os pressupostos que deverão levar à aplicação de medidas de resolução bancária.

Neste caso, não se tratando de instrumentos de fundos próprios, sujeitos ao poder de redução ou conversão dos instrumentos de capital, a conversão deverá ocorrer nos termos contratualmente previstos, desde logo se devendo verificar caso o evento de desencadeamento acordado pelas partes tenha efetivamente ocorrido e nas condições de conversão que tenham sido acordadas uma vez que, enquanto instrumento de dívida, não ficaria sujeito a uma obrigação de conversão previamente à aplicação de uma medida de resolução, pelo que não se verificará o risco de receber um tratamento mais favorável do que os restantes elementos da categoria de créditos onde se incluía antes da conversão, servindo até para reforçar os fundos próprios da instituição numa altura de necessidade de absorção de perdas.

IV. A SUBSCRIÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS DE CONVERSÃO CONTINGENTE NO ÂMBITO DA APLICAÇÃO DE MEDIDAS DE REFORÇO DE SOLIDEZ FINANCEIRA DAS INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSO AO INVESTIMENTO PÚBLICO

10. A subscrição de instrumentos de conversão contingente emitidos por instituições de crédito portuguesas pelo Estado Português no âmbito da crise financeira de 2007

10.1. Introdução

Em 2012, na sequência da crise financeira que teve origem em 2007, ocorreu a emissão de instrumentos financeiros de conversão contingente por instituições financeiras portuguesas. Estas emissões tiveram como subscritor o Estado Português, tendo sido realizadas ao abrigo do regime previsto na Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro²⁵⁰.

Com efeito, no decurso da crise financeira e ainda antes da alteração da Diretiva de Fundos Próprios verificada em 2009, foi aprovada a referida lei, a qual previa medidas, com recurso a investimento público, de reforço da solidez financeira das instituições de crédito, designadamente do reforço dos níveis de fundos próprios de instituições que reunissem adequadas condições de solidez e

²⁵⁰ Sobre os instrumentos emitidos por instituições de crédito subscritos por outros Estados no contexto do recurso a fundos públicos para reforço da capitalização das referidas entidades, designadamente em Espanha, Irlanda, Grécia e Estados Unidos da América vide GEORGE M. VON FURSTENBERG, *Contingent Convertibles...*, op. cit., pp. 136 ss.

solvência ou de instituições que, nos termos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (“RGICSF”), fossem objeto de planos de recuperação e que apresentassem ou mostrassem risco de apresentar níveis de fundos próprios, solvabilidade ou liquidez inferiores ao mínimo legal.

Este diploma foi sendo sucessivamente alterado²⁵¹, tendo a emissão de instrumentos de conversão contingente sido feito por três instituições financeiras portuguesas²⁵²⁻²⁵³⁻²⁵⁴ ao abrigo da Lei n.º 63-A/2008 na versão que lhe foi dada pela Lei n.º 4/2012, de 11 de Janeiro, e uma delas, a mais recente,²⁵⁵ ao abrigo da

²⁵¹ A Lei n.º 63-A/2008 foi, até a presente data e por ordem cronológica, alterado pelos seguintes diplomas: Lei n.º 3-B/2010 de 28 de Abril; Lei n.º 55-A/2010, de 31 de Dezembro; Lei n.º 64-B/2011, de 30 de Dezembro; Lei n.º 4/2012, de 11 de Janeiro de 2012, a qual introduziu relevantes alterações ao diploma, tendo procedido à sua republicação; Lei 66-B/2012, de 31 de Dezembro; Lei n.º 48/2013, de 16 de Julho, que trouxe novas alterações relevantes ao diploma e procedeu à sua republicação, Lei n.º 83-C/2013, de 31 de Dezembro, Lei n.º 1/2014, de 16 de Janeiro, a qual introduziu novamente relevantes alterações ao diploma, tendo procedido à sua republicação e, por fim, a Lei 23-A/2015, de 26 de Março, a qual, procedendo à transposição, para o ordenamento jurídico português, da Diretiva 2014/49/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril, relativa aos sistemas de garantia de depósitos e (com mais relevância para o tema ora em apreço) da Diretiva 2014/59/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento, voltou a introduzir relevantes alterações na Lei n.º 63-A/2008, republicando-a naquela que é, por ora, a sua atual versão.

²⁵² Emissão, pela Caixa Geral de Depósitos, S.A., de instrumentos financeiros híbridos, elegíveis para fundos próprios *Core Tier 1*, no valor global de EUR 900.000.000, em 29 de Junho de 2012 subscritas na sua totalidade pelo Estado Português, conforme condições definidas no Despacho n.º 8840 - C/2012 do Ministro do Estado e das Finanças de 28 de junho de 2012, publicado no Diário da República - 2.ª Série, N.º 127-SUPL, de 03.07.2012, p. 23346-(27) e comunicado da Caixa Geral de Depósitos, S.A. nos termos e para os efeitos do disposto no artigo 248º do Código dos Valores Mobiliários, disponível em <https://www.cgd.pt/Investor-Relations/Informacao-aos-Investidores/Divulgacao-Informacao/Informacao-Privilegiada/Documents/Comunicado-Plano-Recapitalizacao-CGD.pdf>.

²⁵³ Emissão pelo Banco Comercial Português, S.A. de instrumentos híbridos de dívida subordinada qualificáveis como capital *Core Tier 1*, no valor global de EUR 3.000.000.000,00, em 29 de Junho de 2012 subscritas na sua totalidade pelo Estado Português, conforme condições definidas no Despacho n.º 8840-B/2012 do Ministro do Estado e das Finanças, de 28 de junho de 2012, publicado no Diário da República - 2.ª Série, N.º 127-SUPL, de 03.07.2012, p. 23346-(14) e comunicado do Banco Comercial Português, S.A., nos termos e para os efeitos do disposto no artigo 248º do Código dos Valores Mobiliários, disponível em <http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Documents/comunicados/2012/Hibridos29junPT.pdf>.

²⁵⁴ Emissão pelo Banco BPI, S.A. de instrumentos de dívida elegíveis para fundos próprios *Core Tier 1* (obrigações subordinadas de conversão contingente), no valor global de EUR 1.500.000.000.000, em 29 de Junho de 2012, subscritas na sua totalidade pelo Estado Português, conforme condições definidas no Despacho n.º 8840-A / 2012, do Ministro de Estado e das Finanças de 28 de Junho de 2012 publicado no Diário da República - 2.ª Série, N.º 127-SUPL, de 03.07.2012, p. 23346-(2).

²⁵⁵ Emissão pelo Banif - Banco Internacional do Funchal, S.A. de instrumentos subordinados de conversão contingente qualificados como capital *Core Tier 1* no valor total EUR 400.000.000, em 25 de Janeiro de 2013, subscritas na sua totalidade pelo Estado Português, conforme condições definidas no Despacho n.º 1527-B/2013 do Ministro de Estado e das Finanças de 23 de Janeiro de 2013 e comunicado do Estado Português de 25 de Janeiro de 2013 disponível em

versão dada ao referido diploma pela Lei 66-B/2012, de 31 de Dezembro, não sendo, porém, muito relevantes as alterações introduzidas por este último diploma.

Ao abrigo do Aviso n.º 6/2010 do Banco de Portugal (em articulação com os Avisos 3/2011 e 5/2012), os instrumentos de conversão contingente que cumprissem certos requisitos e fossem subscritos pelo Estado Português eram considerados para efeitos dos fundos próprios principais de nível 1 (ou *Core Tier 1*)²⁵⁶.

10.2. Características dos instrumentos subscritos pelo Estado Português

Estes instrumentos, tais como subscritos e nos termos previstos para o efeito, à data da respetiva emissão, e a fim de os comparar com os instrumentos cujas características são elencadas no Regulamento UE 575/2013, reuniam as seguintes características principais:

11.2.1 Subordinação

Relativamente ao grau de subordinação, os instrumentos subscritos pelo Estado no contexto dos planos de recapitalização das referidas instituições bancárias portuguesas, reuniam características semelhantes às aquelas que são admitidas à luz do Regulamento UE 575/2013, devendo estes instrumentos considerar-se subordinados aos créditos de todos os credores não subordinados, gozando do mesmo grau de subordinação que créditos provenientes de outros instrumentos com igual classificação para efeitos de contabilização de rácios de fundos próprios de nível 1 (que não fundos próprios principais) e gozando de prioridade sobre os titulares de ações ordinárias, ações conferentes de direitos

<http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Documents/ComunicadoMinisterioFinancasCapitaliza%C3%A7%C3%A3o%20Banif.pdf>

²⁵⁶ Sobre a elegibilidade destes instrumentos para efeitos do Aviso 6/2010, *vide*, MIGUEL BRITO BASTOS, *A elegibilidade...*, *op. cit.*, pp. 209 ss.

especiais emitidas no âmbito de cada plano de recapitalização e outros valores mobiliários com grau de subordinação semelhante ao das ações ordinárias²⁵⁷.

A subordinação não se verifica, contudo, em situação de decurso normal da atividade. Neste âmbito, preveem os termos e condições que, enquanto o Estado fosse titular dos instrumentos de conversão contingente, fica a emitente impedida de realizar pagamentos a título de distribuições a titulares de ações ordinárias, especiais ou outros instrumentos equivalentes, ficando também entidades do grupo da emitente impedidas, salvo se tal as fizer incorrer em incumprimento, de proceder ao pagamento de juros relativos a instrumentos de capital que tivessem subscrito. Preveem ainda as condições que quaisquer *lucros distribuíveis* apurados nos termos da aplicação de resultados aprovada pelos acionistas da emitente deveriam ser aplicados na remuneração de ações preferenciais detidas pelo Estado, de seguida na aquisição dos instrumentos que constituam fundos principais de nível 1 da emitente detidos pelo Estado, designadamente os instrumentos de conversão contingente (mas não ações ordinárias ou especiais detidas pelo Estado) e, finalmente, na aquisição de ações especiais ou ações ordinárias detidas pelo Estado, ficando tais pagamentos dependentes da prévia autorização do Banco de Portugal.

11.2.2 Remuneração

Este é um dos aspetos em que os termos e condições dos instrumentos subscritos pelo Estado no âmbito dos planos de recapitalização de certas instituições bancárias portuguesas mais se diferenciam dos requisitos constantes do Regulamento n.º 575/2013. As condições destes instrumentos previam que o emitente pode, no seu exclusivo critério, proceder ou não a qualquer pagamento de juros. O pagamento de juros em determinadas datas de pagamento de juros constitui assim uma faculdade do emitente. No entanto, no caso de, na opinião da autoridade de supervisão, o pagamento dos juros for suscetível de resultar no

²⁵⁷ Cfr., entre outros, parágrafo 3 dos Termos e Condições da emissão de Instrumentos de *Capital Core Tier 1* Subscritos pelo Estado pelo Banco Comercial Português, S.A. anexos ao Despacho n.º 8840-B/2012 do Ministro do Estado e das Finanças, de 28 de junho de 2012, publicado no Diário da República - 2.ª Série, N.º 127-SUPL, de 03.07.2012, p. 23346-(20).

incumprimento de rácios de fundos próprios pelo emitente, este apenas pode proceder ao pagamento de juros através da entrega de ações ordinárias ao Estado, a emitir para o efeito, e mediante um desconto de 5% por referência ao valor de mercado das mesmas.

Conforme referido, o emitente podia, em qualquer caso, isto é, quer o cumprimento dos rácios de fundos próprios fosse ou não suscetível de ser afetado em função do pagamento de juros, optar por não efetuar qualquer pagamento. Porém, nesse caso, ao contrário do que acontece com os instrumentos de conversão contingente que se podem enquadrar, ao abrigo do Regulamento UE 575/2013, como fundos próprios adicionais de nível 1, o valor dos juros vencidos e não pagos continuariam a ser considerado para efeitos de exercício de opção de compra pelo emitente ou reembolso dos instrumentos em caso de alterações regulatórias, devendo nesses casos o reembolso do valor nominal do instrumento ser acompanhado do pagamento de juros vencidos mas não pagos.

Outro aspeto relevante associado à remuneração destes instrumentos é o facto de a taxa de juros remuneratórios aplicável se tornar sucessivamente mais elevada ao longo do período de cinco anos (findo o qual os instrumentos são obrigatoriamente convertidos em ações ordinárias)²⁵⁸. O aumento sucessivo da taxa de juro constitui, necessariamente, um incentivo ao reembolso ou aquisição dos instrumentos, sendo que, como veremos, este pode ser feito a todo o tempo.

Por fim, importa ainda referir que o juro pode ser pago pela emitente com recurso a qualquer elemento do respetivo balanço, nos mesmos termos aplicáveis a qualquer dívida assumida pela emitente perante um terceiro que não acionista, e não apenas com recurso aos lucros distribuíveis, sem prejuízo das limitações ao pagamento em dinheiro dos juros vencidos *supra* referidas.

Também neste aspeto estes instrumentos subscritos pelo Estado se afastam dos documentos admitidos como fundos próprios de nível 1 à luz do Regulamento UE 575/2013.

²⁵⁸ A taxa efetiva anual varia entre 8,5%, no primeiro ano e 10% no quinto ano.

11.2.3 Duração

À semelhança da exigência constante do Regulamento UE 575/2013, os instrumentos subscritos pelo Estado são perpétuos. Contudo, como se verá de seguida, as condições de reembolso do respetivo capital pelo emitente são diferentes das admitidas pelo referido Regulamento.

11.2.3.1. Reembolso antecipado por opção da emitente

Preveem as condições dos instrumentos subscritos pelo Estado que o respetivo emitente pode, a todo o tempo, adquirir parte ou a totalidade dos instrumentos de conversão contingente pelo valor do respetivo capital acrescido dos respetivos juros vencidos e não pagos, se nada for acordado em contrário²⁵⁹, mediante pagamento em dinheiro (não se aplicando neste caso a possibilidade de entrega de ações ordinárias para pagamento dos juros). A aquisição dos instrumentos fica sujeita ao prévio consentimento da autoridade de supervisão, sendo necessária à sua substituição por outros instrumentos que assegurem a manutenção ou melhoria dos capitais regulatórios existentes até à aquisição, se não for demonstrado que o nível de fundos próprios da instituição após a recompra nos termos comunicados se mantém adequado do ponto de vista do Banco de Portugal.

Como principal diferença face aos instrumentos reconhecidos no âmbito do Regulamento UE 575/2013 quanto ao exercício da opção de compra regista-se o facto de não existir um período durante o qual a reaquisição dos instrumentos não poderá ocorrer e a necessidade de pagamento dos juros vencidos e não pagos, uma que significa que ainda que a emitente tenha a faculdade de não proceder ao pagamento dos mesmos na respetiva data de vencimento, a obrigação de pagamento não se considera extinta perante o exercício dessa faculdade.

²⁵⁹ (A título de exemplo, cfr. ponto 13.7 dos Termos e Condições anexos ao Despacho n.º 8840-B/2012 do Ministro do Estado e das Finanças, de 28 de junho de 2012 [“Termos e Condições”]).

11.2.4 Conversão dos instrumentos em ações

Os instrumentos subscritos pelo Estado são, em traços gerais, de conversão contingente, isto é, deverão ser convertidos em ações representativas do capital social da instituição emitente mediante a verificação de certos eventos, relacionados com vicissitudes nos fundos próprios da instituição. No entanto, foram acordadas entre o Estado Português e as emitentes dos instrumentos certas especificidades que importa destacar.

11.2.4.1. Eventos de desencadeamento da conversão obrigatória

Os eventos de desencadeamento da conversão assumem nos termos e condições dos instrumentos subscritos pelo Estado no âmbito dos planos de recapitalização características específicas. Assim, encontram-se estabelecidos dois eventos cuja verificação *pode* levar à conversão dos instrumentos que, em todo o caso, e conforme se analisará ainda, serão convertidos em ações com direitos especiais e não em ações comuns.

Constituindo uma característica específica e muito relevante para a caracterização destes instrumentos, na medida em que influencia as finalidades e a situação jurídica de cada uma das partes, um dos eventos que leva à conversão dos instrumentos é o cancelamento ou a suspensão do pagamento de juros²⁶⁰.

Esta disposição tem de ser articulada com as disposições relativas ao pagamento de juros já referidas. Com efeito, e conforme *supra* mencionado, preveem os termos e condições que o emitente pode decidir fazer ou não qualquer pagamento de juros. Caso não o faça, conforme também já descrito, tal não implica o cancelamento dos mesmos, na medida em que, de acordo com os termos e condições, o montante continua a ser devido em caso de reembolso dos instrumentos. À luz destas considerações, deve então determinar-se o que se deve entender por cancelamento ou suspensão do pagamento de juros. Não havendo indicações disposições adicionais quanto a esses eventos, parece-nos

²⁶⁰ (Cfr. Ponto 8.1. dos Termos e Condições).

que ao emitente são reconhecidas quatro faculdades quanto ao pagamento de juros, cuja verificação despoleta consequências contratuais diversas:

- 1) Decisão de pagamento dos juros vencidos, nos termos previstos nos termos e condições, mediante entrega de dinheiro ao subscritor dos instrumentos; o montante de capital dos instrumentos emitidos mantém-se, sendo o subscritor regularmente remunerado pela disponibilização de fundos de acordo com condições que os tornam relevantes para efeitos de capital regulatório da instituição;
- 2) Exercício do direito de pagamento dos juros vencidos mediante a entrega de ações ordinárias emitidas para o efeito, a desconto, nos casos em que o pagamento da totalidade ou parte dos juros em dinheiro seria suscetível de gerar incumprimento pela instituição dos respetivos requisitos de capital próprio;
- 3) Decisão de não pagamento dos juros vencidos, seja por suspensão, seja por *cancelamento*, o que, não consubstanciando um incumprimento dos termos e condições da emissão – tendo em conta que estes reconhecem expressamente a faculdade da emitente optar pelo pagamento ou não pagamento dos juros vencidos -, despoleta *obrigatoriamente* o início do procedimento de conversão da totalidade dos instrumentos emitidos em ações especiais, pelo preço de conversão determinado nos termos e condições aplicáveis.

Para além do cancelamento ou suspensão do pagamento dos juros, facto cuja relevância para efeitos de conversão dos instrumentos constitui uma especificidade dos instrumentos subscritos pelo Estado, preveem também as condições que os instrumentos subscritos pelo Estado deverão ser convertidos caso (i) a instituição emitente deixe de executar as suas obrigações no âmbito das matérias qualificadas como essenciais no plano de recapitalização acordado com o Estado²⁶¹, ou (ii) se verifique um incumprimento de obrigações suscetível de colocar em sério risco os objetivos da emissão, conforme venha a ser reconhecido pelo ministro responsável, mediante parecer prévio do Banco de Portugal, e com base na informação que lhe deve ser facultada, de forma imediata pela instituição

²⁶¹ Cujas análise não cabe no âmbito deste trabalho.

emitente. As situações *supra* referidas só poderão ser consideradas incumprimento relevante para efeitos de obrigatoriedade da conversão dos instrumentos em ações especiais no caso de o referido incumprimento não ser sanável ou, sendo-o, não tenha sido sanado num prazo razoável estabelecido pelo Estado.

Deve realçar-se, porém, que a verificação destes eventos não é de molde a implicar, automática e necessariamente, a efetiva conversão dos instrumentos. Com efeito, preveem ainda os termos e condições ora em análise, de forma lacónica, que o ministro competente pode determinar que o momento para a conversão dos instrumentos ocorra apenas após o decurso de um período de tempo que seja adequado a que possa ser aprovado um aumento de capital da instituição cujos proveitos se destinem à aquisição (e amortização) dos instrumentos em vias de conversão e ao pagamento dos juros devidos e não pagos.

Os Termos e Condições não preveem qualquer vinculação da instituição relativa à viabilização do referido aumento de capital. Assim, parece-nos que subscritor e emitente (ou respetivos acionistas) reconhecem nos termos e condições que poderá ser do interesse de ambos que, mesmo em caso de incumprimento pela instituição da obrigação de pagamento de juros ou de outras obrigações previstas no plano de recapitalização, possa ser concedido um período adicional que permita a entrada de novo capital na instituição, evitando assim o reforço da posição acionista do Estado, e a consequente diluição da posição acionista dos atuais acionistas (contando que sejam estes a subscrever o capital) ou pelo menos evitando a emissão de ações que conferem direitos especiais aos seus titulares. A possibilidade de se verificar um aumento de capital que vise evitar a conversão dos instrumentos fica, em primeiro lugar, dependente da opção do Estado, representado pelo ministro competente, uma vez que nos termos e condições acordados essa decisão encontra-se na sua discricionariedade. Por outro lado, não existe qualquer vinculação da emitente, nos termos e condições dos instrumentos, em propor a aprovação de um aumento de capital aos acionistas da sociedade caso o Estado opte por estabelecer tal período.

Por fim, cumpre, mais uma vez, realçar que também neste aspeto, isto é, a automaticidade da conversão dos instrumentos mediante a verificação de um evento de conversão se verificam divergências entre os instrumentos de conversão contingente subscritos pelo Estado em 2012 e aqueles que são, atualmente, considerados fundos próprios de nível 1 ao abrigo do Regulamento UE 575/2013.

11.2.4.2. A conversão dos instrumentos mediante solicitação do Estado

Para além da verificação dos referidos eventos, os termos e condições ora em análise atribuem ainda ao Estado o direito de solicitar a conversão dos instrumentos em ações ordinárias. Assim, preveem os termos e condições dos instrumentos que, se o Banco de Portugal considerar que a instituição emitente se tornará inviável caso os instrumentos detidos pelo Estado não sejam convertidos em ações ordinárias ou o Estado decidir subscrever instrumentos classificados como fundos próprios da sociedade, sem os quais a instituição deixe de ser viável, o Estado poderá, a qualquer altura, optar por converter todos ou parte dos referidos instrumentos em ações ordinárias, aplicando-se, para o efeito, o mesmo preço que em caso de conversão obrigatória.

Adicionalmente, caso se verifique uma alteração no controlo acionista da instituição emitente²⁶², ou caso as suas ações ordinárias deixem de estar admitidas à negociação no mercado regulamentado *Euronext Lisbon*, a instituição pode, mediante consentimento prévio do Banco de Portugal, no prazo de dez dias úteis a partir da verificação dos referidos eventos, adquirir a totalidade (e não parte) dos instrumentos de conversão contingente emitidos e em circulação, e proceder ao pagamento dos juros vencidos e não pagos.

No entanto, verificada uma dessas circunstâncias, caso a emitente opte por não reembolsar os instrumentos, os instrumentos deverão ser, em qualquer momento posterior, e após notificação do Estado ao emitente, convertidos em ações ordinárias, a não ser que o Estado venha a considerar que a alteração da

²⁶² Entendendo-se controlo nos termos estabelecidos no artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários.

estrutura acionista verificada não altera o *controle último* do emitente ou quando sejam tomadas medidas satisfatórias no sentido dos instrumentos virem a dar lugar a valores mobiliários equivalentes e transacionáveis.

Neste caso, e apesar de a disposição em causa estar prevista no âmbito do *direito do Estado à conversão*, a opção pela conversão ou não dos instrumentos em ações não está na discricionariedade do ministro competente enquanto representante do órgão do Estado competente para a decisão, uma vez que os termos e condições estabelecem as condições em que o Estado pode optar pela não conversão dos instrumentos em caso de verificação dos eventos aí identificados. Assim sendo, caso o ministro competente não venha a determinar que tais condições se verificam, a conversão é obrigatória.

Por fim, nesta situação, o preço de conversão é determinado de forma específica. Preveem os termos e condições que, neste caso, cabe ao ministro competente determinar esse preço com base em avaliação de peritos independentes que deverão apurar o preço de mercado das ações previamente a eventuais impactos na sequência da alteração de controle, não prevendo as condições a aplicação de qualquer taxa de desconto a favor do Estado.

11.2.4.3. A conversão dos instrumentos mediante decurso do tempo

Por fim, apesar de os instrumentos serem classificados como perpétuos nos termos e condições aplicáveis, tal significa que os mesmos não terão um prazo findo o qual a instituição deve proceder ao seu reembolso, mas já não que não exista um termo, certo, cuja verificação implica a sua conversão em ações ordinárias. Assim, se findo o prazo estabelecido ainda não tiverem sido reembolsados nem convertidos todos os instrumentos convertíveis serão os mesmos convertidos em ações ordinárias, mediante aplicação do preço de conversão aplicável em caso de verificação de um evento de desencadeamento.

11.2.4.4. Preço de conversão

Os Termos e Condições ora em análise preveem, genericamente, que o preço das ações, quer ordinárias, quer especiais, a pagar pelo Estado em caso de conversão dos instrumentos por si subscritos deverá corresponder a uma média aritmética do preço médio das ações ordinárias nos cinco dias de negociação anteriores ao anúncio da conversão (no caso de as ações se encontrarem admitidas à negociação) ou, caso as ações não se encontrem admitidas à negociação, o correspondente valor de mercado das ações, determinado por dois avaliadores independentes designados para esse efeito pelo Estado, com a aplicação de um desconto de 35% (trinta e cinco por cento) sobre esse valor²⁶³.

11. O atual regime de subscrição de instrumentos de conversão contingente pelo Estado

11.1. As características dos instrumentos de conversão contingente

Conforme já acima referido, a Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro foi sendo sucessivamente alterada, encontrando-se atualmente em vigor de acordo com as alterações que lhe foram introduzidas, em último lugar, pela Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março, a qual, entre outros aspetos, visou transpor para a ordem jurídica nacional as disposições da já referida de Resolução e Recuperação Bancária, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento. Alterações relevantes tinham já sido introduzidas pela Lei n.º 1/2014, de 16 de Janeiro, desta feita, sobretudo, na sequência da Comunicação da Comissão Europeia 2013/C 216/01 relativa à matéria de auxílios estatais no âmbito das medidas de apoio aos bancos

²⁶³ Algumas das emissões referidas no ponto anterior encontram-se ainda por reembolsar (total ou parcialmente). Atendendo a que estas emissões ocorreram antes da consolidação das alterações introduzidas no Direito da União Europeia em matéria de fundos próprio e designadamente das características dos instrumentos elegíveis para tal, importa referir que os instrumentos emitidos no contexto de um regime de recapitalização por força das regras em matéria de auxílios estatais e antes da data de aplicação do Regulamento 575/2013 terão a salvaguarda de direitos adquiridos, continuando, até 31 de Dezembro de 2017, a poder ser considerados como fundos próprios principais de nível 1 (cfr. artigo 483.º do Regulamento UE 575/2013).

no contexto da crise financeira, bem como à publicação do Regulamento UE 575/2013.

São de seguida destacados os pontos mais relevantes do atual regime, sendo que, como se verá, a principal diferença face ao regime anterior prende-se com os pressupostos e procedimentos prévios para que o recurso ao investimento público na capitalização das instituições bancárias possa verificar-se²⁶⁴²⁶⁵.

A Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro prevê assim, na sua versão atual, o regime aplicável às operações de capitalização com recurso ao investimento

²⁶⁴ Como já se viu no Ponto 9 *supra*, as alterações introduzidas no regime de reforço da solidez financeira das instituições de crédito com recurso ao investimento público pode também ter impacto na conversão dos instrumentos de conversão contingente previamente emitidos pela instituição de crédito, relevantes para efeitos de fundos próprios, e subscritos por outras entidades que não o Estado.

²⁶⁵ O regime relativo ao reforço da solidez financeira das instituições de crédito com recurso a fundos públicos foi profundamente alterado na sequência da Comunicação da Comissão Europeia 2013/C 216/01 relativa à matéria de auxílios estatais no âmbito das medidas de apoio aos bancos no contexto da crise financeira. A comunicação, realçando e reconhecendo a verificação de condições excecionais que, nos termos do artigo 107.º, n.º 3, alínea b) do Tratado relativo ao Funcionamento da União Europeia, justificam que auxílios de estado sejam autorizados, veio elencar os princípios que deveriam orientar os Estados-membros na concessão de apoios às instituições de crédito, bem como definir os requisitos que se deveriam verificar para que determinadas medidas tendentes ao reforço da solidez financeira das referidas instituições pudessem ser tomadas com recurso ao investimento público. No que respeita ao caso específico das medidas de recapitalização da instituição, as quais, atendendo ao seu carácter permanente e eventualmente irreversível, entende a Comissão que devem ser consideradas pelos Estados-membros como medidas de último recurso, devendo, na generalidade dos casos, a sua concretização ser precedida de medidas que limitem o recurso aos fundos públicos ao mínimo possível, sendo assim requerida a prévia elaboração de um plano de reestruturação da instituição, que preveja, possivelmente, um plano de mobilização de capitais e potenciais medidas de repartição de encargos por atuais acionistas e credores subordinados da instituição. A Comissão exige ainda que sejam tomadas medidas de limitação da remuneração dos administradores da instituição, bem como todas as medidas necessárias para evitar a saída de fundos da instituição. O legislador português veio assim, através da Lei n.º 1/2014, de 16 de janeiro, adaptar a legislação sobre reforço da solidez financeira das instituições com recurso a investimento público às exigências da Comissão Europeia em matéria de auxílios de estado. Posteriormente, na sequência da adoção pelo legislador europeu de medidas tendentes à harmonização da legislação dos Estados-membros em matéria de resolução bancária, foi o regime consagrado na Lei n.º 63-A/2008 mais uma vez alterado, desta feita sobretudo com o intuito de compatibilizar o regime de recurso a fundos públicos com o regime de resolução bancária, não provocando assim alterações estruturantes no mesmo.

Nestes termos, e de forma sucinta, podem ocorrer medidas de capitalização nos casos em que a instituição ainda é solvente, mas se encontra perante uma situação de insuficiência de fundos próprios determinada pela autoridade de supervisão competente, quando a operação de recapitalização seja necessária à preservação da estabilidade financeira (cfr. artigo 8.º-A da Lei 63.º-A/2008) ou quando tal seja proposto ao Estado pelo Banco de Portugal relativamente a instituições sujeitas à aplicação de medidas de resolução (cfr. artigos 16.º-B ss. da Lei 63.º-A/2008)

público tendo em vista o cumprimento dos rácios de fundos próprios legalmente estabelecidos²⁶⁶.

Quanto ao âmbito subjetivo do regime, isto é, o elenco de entidades que podem beneficiar das operações de capitalização nele previstas – e se mantem inalterado desde a versão inicial do diploma –, é este composto pelas instituições de crédito que tenham sede em Portugal²⁶⁷.

A subscrição de instrumentos de conversão contingente como operação relevante para efeitos deste regime resulta da alínea c) do n.º 2 do artigo 4.º da Lei n.º 63-A/2008, a qual prevê que *a operação de capitalização pode ser efetuada através de outros instrumentos que sejam elegíveis para os fundos próprios de acordo com a legislação e regulamentação aplicáveis*²⁶⁸.

Assim, a admissibilidade da subscrição pelo Estado de instrumentos de conversão contingente como medida de reforço da solidez das instituições de crédito através do investimento público não depende apenas deste diploma, devendo ser conciliado com o Regulamento UE 575/2013.

De notar que à luz do Regulamento UE 575/2013, e à exceção das disposições transitórias já referidas, a natureza do subscritor (desde que não se trate de entidade relacionada com o emitente) não releva para efeitos de classificação do instrumento em causa como fundo próprio da instituição e/ou determinação da respetiva categoria, o que significa que o facto de os instrumentos serem subscritos pelo Estado não afasta a necessidade de reunirem as características genericamente previstas nos termos do referido Regulamento

²⁶⁶ De salientar que até à Lei n.º 1/2014, de 16 de janeiro, o diploma referia não os rácios de fundos próprios, mas o rácio *core tier 1*. Esta alteração deveu-se às alterações introduzidas pelo Regulamento UE 575/2013, na medida em que veio reformular a estrutura de fundos próprios das instituições de crédito, estabelecendo uma nova classificação, com indicação das respetivas características, dos instrumentos aptos a consubstanciar fundos próprios das instituições, nas suas diferentes categorias. Tendo em conta as maiores exigências relativas aos fundos *core tier 1* (ou fundos próprios principais de nível 1 e fundos próprios de nível 1 na sua globalidade), parte dos instrumentos a serem subscritos pelo Estado no âmbito das medidas de recapitalização com recurso a investimento público não podem ser classificados como fundos próprios de nível 1 mas apenas de nível 2, tendo sido, por essa razão, necessário alargar o âmbito do regime das medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito.

²⁶⁷ Designadamente as instituições de crédito não constituídas sob a forma de sociedade anónima, com as necessárias adaptações.

²⁶⁸ As outras operações previstas constituem a aquisição de ações próprias detidas pela instituição de crédito (ou de outros títulos representativos de capital social quando a instituição não assuma a forma de sociedade anónima) ou o aumento do capital social da instituição de crédito (cfr. Artigo 4.º, n.º 2, alíneas a) e b) da Lei n.º 63-A/2008).

para que possam ser classificados como fundos próprios e que, dentro dessa classificação, sejam enquadrados em cada uma das categorias previstas de acordo com as respetivas condições contratuais.

Assim, para efeitos de determinação dos instrumentos que podem ser emitidos por instituições de crédito e subscritos pelo Estado será sempre necessário verificar, à data de emissão, se as respetivas condições contratuais se enquadram nos requisitos do Regulamento UE 575/2013, pois caso contrário não serão elegíveis para fundos próprios e, consequentemente, não serão legalmente admissíveis à luz da Lei n.º 63-A/2008.

Relativamente à remuneração dos instrumentos de conversão contingente, prevê, presentemente, o artigo 4.º-A da Lei n.º 63-A/2008 que para o estabelecimento da mesma - em termos objetivos e transparentes e compatíveis com as regras e orientações da União Europeia em matéria de auxílios de Estado²⁶⁹ - deve atender-se ao risco assumido pelo Estado, o qual deve ser ponderado, designadamente, pelo período de duração previsto para a operação de capitalização, bem como às condições do plano de reestruturação ou recapitalização aplicável à instituição de crédito²⁷⁰. Especificamente para os instrumentos de conversão contingente, prevê ainda o n.º 5 do artigo em análise que a remuneração se deve basear, em particular, no grau de subordinação dos instrumentos subscritos pelo Estado em caso de liquidação da instituição de crédito, bem como no montante dos mesmos em relação aos fundos próprios de maior subordinação, critérios estes que servirão igualmente para apurar o risco da operação ponderado, desta feita, pela probabilidade de suporte de perdas da instituição²⁷¹.

²⁶⁹ Cfr. Artigo 4.º-A, n.º 1.

²⁷⁰ Estes critérios deverão ser aplicáveis na determinação da remuneração de ações próprias adquiridas pelo Estado, quer as ações subscritas pelo Estado no âmbito de uma operação de ação de capital quer a quaisquer outros instrumentos aptos a serem classificados como fundos próprios da instituição, como será o caso dos instrumentos de conversão contingente.

²⁷¹ Estes critérios específicos de determinação da remuneração dos instrumentos de conversão contingente passaram a estar previstos na sequência das alterações introduzidas à Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro pela Lei n.º 1/2014, de 16 de janeiro. Anteriormente os critérios atualmente previstos especificamente para o caso de ações subscritas pelo Estado (preço de mercado e desconto adequado face ao nível de fundos próprios existentes e percentagem de ações especiais sem direito de voto) aplicar-se-iam indiferentemente a todo o tipo de instrumentos subscritos pelo Estado, o que resultava na inadequação dos critérios previstos para o caso dos instrumentos de conversão contingente.

Mais concretamente, a Portaria n.º 140/2014, de 8 de julho prevê, no respetivo artigo 10.º, que o valor da remuneração é definido por despacho do membro do Governo, sob proposta do Banco de Portugal, sendo estabelecido que aquele deve ser equivalente ao que seria devido pelo emitente caso o investimento público fosse realizado através de subscrição de ações especiais²⁷².

Especificando, ainda em matéria remuneratória, mas estabelecendo já características contratuais destes instrumentos, prevê a portaria, em linha com as condições contratuais dos instrumentos subscritos pelo Estado em 2012, que no caso do pagamento pela instituição de crédito emitente, em dinheiro, dos juros vencidos não ser permitido pela legislação aplicável ou resultar no incumprimento dos níveis mínimos de fundos próprios, a emitente terá a faculdade de proceder ao respetivo pagamento em espécie, através da entrega ao Estado de ações ordinárias representativas do seu capital social emitidas para o efeito, cujo preço de aquisição, determinado por membro do governo competente, deverá prever um desconto sobre o respetivo preço de mercado.

Ainda no âmbito do artigo 10.º da referida Portaria estabelece-se, desde logo, que o cancelamento ou suspensão, parcial ou total do pagamento da remuneração dos instrumentos de conversão contingente consubstanciará um incumprimento materialmente relevante das obrigações da emitente. Esta disposição, que em termos sistemáticos se insere na parte da Portaria relativa à remuneração dos instrumentos subscritos pelo Estado, deverá ser então articulada com o artigo 13.º do mesmo diploma, o qual prevê as circunstâncias cuja verificação acarreta a conversão obrigatória dos instrumentos. Assim, este artigo prevê que instrumentos subscritos pelo Estado no âmbito de um procedimento de reforço de fundos próprios de uma instituição de crédito que não tenham sido previamente amortizados deverão ser, necessária e automaticamente, convertidos em ações especiais emitidas para o efeito no caso de se verificar a ocorrência de um incumprimento materialmente relevante ou de os mesmos se tornarem, de forma superveniente, totalmente inelegíveis para contribuírem para os fundos próprios da instituição.

²⁷² Ao contrário da regulamentação anterior (cfr. Portaria 150-A/2012, de 17 de Maio), a taxa de juro a aplicar já não é determinada por portaria, sendo apenas estabelecidos os critérios para apurar a remuneração adequada.

Ora, relativamente ao incumprimento materialmente relevante já foi dito que, nos termos da portaria em análise, este ocorrerá no caso de serem cancelados ou suspensos pela emitente o pagamento, total ou parcial dos juros remuneratórios dos instrumentos, mas tal ocorrerá também no caso de a instituição deixar de executar metas estruturais essenciais do plano de reestruturação da instituição ou o incumprimento de obrigações assumidas pela instituição de crédito que coloquem em sério risco os objetivos da operação de recapitalização da instituição no âmbito da qual os instrumentos tenham sido subscritos, adquirindo o incumprimento das referidas metas e obrigações carácter materialmente relevante por declaração do membro do governo competente, mediante parecer prévio do Banco de Portugal.

O incumprimento materialmente relevante constitui assim um evento de desencadeamento da conversão destes instrumentos, que, pode assim considerar-se, desdobra-se, nos termos da portaria em análise, em três sub-eventos, relativos ao *incumprimento* de três tipos de obrigações assumidas pela instituição de crédito no âmbito do plano de recapitalização em curso, e portanto, no âmbito do próprio programa de emissão dos instrumentos.

A relevância da verificação de uma situação de incumprimento de obrigações da instituição de crédito enquanto evento de desencadeamento constituiu uma característica relevante para a estrutura destes instrumentos subscritos pelo Estado.

Com efeito, o incumprimento de obrigações pela emitente não dará ao Estado, na qualidade de subscritor, e na estrita perspetiva das condições contratuais acordadas para a subscrição dos instrumentos e não das obrigações assumidas pela emitente no quadro geral do plano de recapitalização por esta adotado - o direito de exigir o cumprimento das mesmas - paradigmaticamente o cumprimento da obrigação de pagamento de juros -, originando antes, conforme já referido, a conversão obrigatória dos instrumentos em ações especiais.

Assim, os termos contratuais dos instrumentos preveem que é devida uma remuneração periódica ao respetivo titular, sendo que ao contrário do que sucede no caso dos instrumentos de conversão contingente elegíveis como fundos próprios adicionais de nível 1 ao abrigo do Regulamento UE 575/2013,

não se prevê que o pagamento de juros possa ser cancelado (nem discricionária nem fundamentadamente) por iniciativa da emitente. De todo o modo, ao preverem que tal decisão de não pagamento dos juros vencidos acarreta, necessariamente, a conversão dos instrumentos em ações especiais, os termos e condições da emissão clarificam que o pagamento de juros não pode ser exigido, antes implicando a extinção dos instrumentos ao abrigo dos quais eram devidos, através da sua conversão em instrumentos, representativos de capital social, que não têm assim associada a obrigação de pagamento de juros, mas antes de dividendos, os quais, ainda que privilegiados face ao direito a receber dividendos associados às ações ordinárias, apenas são devidos caso se verifique a existência de lucros distribuíveis²⁷³.

Deste modo, a previsão do não pagamento de juros como incumprimento materialmente relevante e, conseqüentemente, como evento de desencadeamento, visa atribuir uma consequência, grave e séria, para a instituição e respetivos acionistas, com origem no não cumprimento da obrigação de pagamento de juros. Com efeito, parece que no caso dos instrumentos subscritos pelo Estado o pagamento de juros se tratará efetivamente de uma obrigação, cujo cumprimento não se encontrará na disposição da instituição emitente, uma vez que a não verificação desse pagamento constitui, nos termos da portaria aplicável (e conseqüentemente, constituirá nos termos das condições contratuais da emissão) um incumprimento. Incumprimento esse que terá como consequência a assunção de uma (maior) posição acionista do Estado na instituição, em prejuízo dos anteriores acionistas que veem a sua posição social relativamente diminuída, com a agravante de que as ações emitidas conferem direitos de renumeração privilegiados.

Na perspetiva do Estado, e no que respeita ao incumprimento por cancelamento do pagamento de juros, não se poderá, obviamente, dizer que a conversão do instrumento em ações vem substituir, de forma sucedânea, o pagamento dos juros. Com efeito, a conversão por falta de não pagamento dos

²⁷³ Este aspeto releva ainda na medida em que, também ao contrário do que sucede com os instrumentos elegíveis para fundos próprios adicionais de nível 1, o pagamento da remuneração dos instrumentos convertíveis subscritos pelo Estado não pode ocorrer apenas quando os resultados líquidos da sociedade sejam positivos, isto é, não têm de ser feitos mediante recurso elementos distribuíveis.

juros representa a consumação de um risco para o Estado enquanto titular dos instrumentos convertíveis. Assim, verificado o incumprimento, o Estado reforça a sua posição de acionista em detrimento da participação social dos acionistas prévios, concretizando-se assim a *punição* pela incapacidade financeira da instituição. Por outro lado, perante o não pagamento dos juros remuneratórios dos instrumentos, o Estado fica em posição de, potencialmente, substituir tal remuneração pela remuneração associada às ações especiais, assegurando prioridade e privilégio na sua remuneração face à dos restantes acionistas ordinários²⁷⁴. Por fim, e sendo o seguinte igualmente aplicável ao incumprimento das metas e obrigações previstas em planos de recapitalização e de reforço de fundos próprios com recurso ao investimento público, a conversão dos instrumentos, ao criar uma posição acionista na esfera do Estado, proporcionar-lhe-á, eventualmente – tendo em conta a parte do capital social de que o Estado se tornará titular - e sempre de acordo com as regras de direito societário - uma maior capacidade de influência e controlo na gestão da instituição comparativamente com aquela que detinha enquanto credor da instituição, não obstante as obrigações que, nos termos da legislação sobre reforço de capitais próprios das instituições com recurso a fundos públicos, deverão ser assumidas pela instituição e dos direitos que deverão ser conferidos ao Estado relativos a regras de administração da instituição no contexto da subscrição pelo Estado de instrumentos elegíveis para fundos próprios da instituição, independente de através dos mesmos o Estado adquirir uma posição acionista na instituição ou não²⁷⁵⁻²⁷⁶.

²⁷⁴ Nos termos da Lei n.º 63-A/2008, conforme alterada, as ações especiais em causa conferem direito a um dividendo prioritário. Por sua vez, as características do dividendo prioritário estão previstas no artigo 4.º-A do mesmo diploma, o qual indica os critérios pelos quais se deve reger a remuneração do investimento público.

²⁷⁵ Que continuam a passar pela nomeação de membros do conselho de administração e imposição de limitação de remuneração dos órgãos de administração

²⁷⁶ Note-se que, nos termos do artigo 16.º-A da Lei n.º 63-A/2008, o Estado, na qualidade de acionista da instituição, titular de ações especiais, poderá, tendo em conta que se terá verificado um incumprimento materialmente relevante, (i) exercer a totalidade dos seus direitos de voto, (ii) nomear ou reforçar o número de membros que o representam no órgão de administração da instituição – os quais poderão assumir funções executivas – e no órgão de fiscalização da sociedade; (iii) poderá alienar livremente, no todo ou em parte, a sua participação social na instituição; (iv) o direito de opção de compra dos acionistas da instituição das ações detidas pelo Estado caduca; (v) quaisquer elementos distribuíveis que resultem da atividade da instituição deverão ser afetos ao desinvestimento público, sem prejuízo do cumprimento dos rácios de fundos próprios pela instituição.

Relativamente ao segundo evento de desencadeamento de conversão obrigatória previsto no número 1 do artigo 13.º da Portaria n.º 140/2014, isto é, a inelegibilidade total superveniente dos instrumentos subscritos para fundos próprios da instituição, cumpre referir que a atribuição de natureza de evento de desencadeamento a tal ocorrência consubstancia uma particularidade dos instrumentos a subscrever pelo Estado ao abrigo do atual regime. Com efeito, nos termos do Regulamento UE 575/2013, alterações de carácter regulatório que tenham como consequência o fim da elegibilidade de instrumentos de conversão contingente como fundos próprios (fundos próprios adicionais de nível 1 ou fundos próprios de nível 2) ou a sua classificação como fundos próprios de qualidade inferior à inicialmente considerada poderá ser fundamento, nos termos das condições contratuais aplicáveis, de reembolso do capital correspondente aos instrumentos, ficando tal reembolso sujeito à autorização da entidade competente para o efeito, e desde que tal inelegibilidade superveniente seja concreta e não fosse razoavelmente previsível no momento da subscrição dos instrumentos²⁷⁷⁻²⁷⁸.

Por outro lado, e não obstante o texto da Portaria, o qual coincide com o que estava em vigor à data da subscrição pelo Estado de instrumentos de conversão contingente emitidos por quatro instituições de crédito nacionais, os termos e condições destas previam, em detrimento da eventual automaticidade da conversão prevista na Portaria em vigor na altura (e cujo conteúdo coincide com o da Portaria atual), que o Estado e a instituição emitente chegassem a acordo do sentido de alterarem as condições contratuais dos instrumentos para que estes pudessem continuar a ser classificados como fundos próprios à luz das novas regras, ou que, em alternativa, e com o prévio consentimento do Banco de Portugal, teria a Emitente a faculdade de optar pela aquisição dos instrumentos, com pagamento dos respetivos juros vencidos, e na medida em que não colocassem em causa o cumprimento de rácio de fundos próprios da instituição

²⁷⁷ Cfr. artigo 78.º, n.º 4 do Regulamento EU 575/2013.

²⁷⁸ Parece, no entanto, que as soluções mencionadas se podem aproximar, ainda que não coincidir, na medida em que, por um lado, estando, nos termos do Regulamento UE 575/2013, o reembolso dos instrumentos subscritos por entidades privadas, sujeito a autorização prévia da autoridade competente, será expectável que essa só seja concedida, nos termos das regras gerais para autorização de reembolso previstas no artigo 78.º do referido Regulamento, se esse reembolso não colocar em causa o cumprimento pela instituição dos rácios dos respetivos fundos próprios.

(cfr. Condição 10 dos Termos e Condições [supra referidos]). Caso nenhuma das alternativas se verificasse, então deveriam ser os instrumentos convertidos em ações especiais, na medida do que viesse a ser considerado necessário pelo Banco de Portugal como necessário para o cumprimento do rácio de fundos próprios da instituição.

De referir que, nos termos da portaria, outros eventos de desencadeamento adicionais poderão ser acordados nas condições contratuais da emissão, podendo os instrumentos ser convertidos em novas ações ordinárias ou novas ações especiais²⁷⁹.

Ao contrário do que sucede com os instrumentos de fundos próprios adicionais, os instrumentos convertíveis subscritos pelo Estado não têm como referência para a respetiva conversão a descida do nível de rácios de fundos próprios principais da instituição.

²⁷⁹ Cfr. Artigo 13.º, n.º 2 da Portaria n.º 140/2014.

**V. NATUREZA JURÍDICA DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DE CONVERSÃO
CONTINGENTE EM AÇÕES**

A natureza jurídica dos instrumentos financeiros de conversão contingente dependerá, necessariamente, das características do instrumento convertível (para além da convertibilidade). Focando-nos, como temos vindo a fazer ao longo do presente trabalho, nos instrumentos elegíveis para fundos próprios principais de nível 1 ao abrigo da legislação sobre fundos próprios, consideramos estar perante instrumentos que têm subjacente um direito de crédito, ainda que o mesmo apenas se torne exigível no caso de extinção do devedor, que tem origem num empréstimo de dinheiro ou outra coisa fungível, e cuja restituição se encontra condicionada a um evento futuro e incerto (a liquidação da sociedade). O contrato subjacente a estes instrumentos é oneroso, apesar de a obrigação de pagamento de juros ser também ela condicionada (à existência de lucros distribuíveis) e não ser vinculativa.

Não se concebe como possa existir incumprimento da obrigação principal do contrato - pagamento da remuneração acordada, uma vez que esta não é vinculativa. Porém, concebemos ser possível o incumprimento de obrigações acessórias, como o sejam a obrigação de assegurar as autorizações societárias necessárias à conversão dos instrumentos em ações. Nesse caso, haverá um ilícito contratual, que, gerando danos, cria na esfera do inadimplente a obrigação de indemnizar pelos mesmos.

Tratando-se de um instrumento convertível, pode considerar-se que o direito de crédito sobre a emitente que, em princípio, não seria devido se não em caso de liquidação, extingue-se, porque o seu titular, fazendo uso da mesma prestação com que se tinha tornado credor da sociedade, torna-se acionista desta. Quanto à convertibilidade do instrumento, a mesma é consequência de um risco assumido, que consubstancia um facto extintivo de um crédito e o direito de aquisição de uma posição acionista (que julgamos necessitar sempre de uma declaração de vontade para se concretizar).

Quanto ao instrumento *per se* cremos que possa consubstanciar um valor mobiliário atípico, uma vez que não se pode incluir na categoria das obrigações, já que estas são valores mobiliários representativos de dívida sob a forma de mútuo, não podendo assim “transportar” relações contratuais cujos direitos, obrigações e sujeições remetem simultaneamente para características de dívida e capital. Tal não obsta, contudo, a que a relação estabelecida entre os titulares dos instrumentos financeiros de conversão contingente e a sociedade emitente não seja, da perspectiva jurídico-societária (mas não económico-societária) muito semelhante, sobretudo em função da convertibilidade dos instrumentos, à dos titulares das obrigações convertíveis em ações, à exceção do que respeita à proteção devida ao direito e expectativas do titular das obrigações convertíveis a um determinado *valor* da participação social que este último pode decidir adquirir ou não e que, a nosso ver, não tem, pelo menos, supletivamente e via mecanismos societários e não contratuais de beneficiar o titular dos instrumentos de conversão contingente.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Jorge M. Coutinho de (Coord.); Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume V (Artigos 271.º a 372.º-B), Almedina, Coimbra, 2012;

ACCETTELLA, Francesco; «L'Accordo di Basilea III: Contenuti e Processo di Recepimento all'Interno del Diritto dell'EU» in *Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, Vol. 66, N.º. 4, 2013, p. 462-503;

ADMATI, Anat R., DEMARZO, Peter M., HELLWIG, Martin F., PFLEIDERER, Paul; *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Socially Expensive*, Rock Center for Corporate Governance Working Paper Series No. 161, October 22, 2013;

ALBUQUERQUE, Pedro de; Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas (Comentário ao CSC), Almedina, Coimbra, 1993;

ALLEN, Hillary J.; «Cocos Can Drive Markets Cuckoo» in 16 *Lewis & Clark L. Rev.* 125; 2012;

ANTUNES, J. A. Engrácia; Os instrumentos financeiros, 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2014;

AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA, *EBA Recommendation on the creation and supervisory oversight of temporary capital buffers to restore market confidence (EBA/REC/2011/1)*, de 8 de Dezembro de 2011;

AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA, *EBA Report on the monitoring of Additional Tier 1 (AT1) instruments of EU institutions – Update*, 29 de Maio de 2015;

BASTOS, Miguel Brito; «A elegibilidade de valores mobiliários condicionalmente convertíveis em ações comuns (*contingent convertibles*) como fundos próprios das instituições de crédito na transição para Basileia III» in *O Novo Direito Bancário* (coord. de CÂMARA, Paulo e MAGALHÃES, Manuel), Almedina, Coimbra, 2012, p. 175-225;

BRUMMER, Chris; «Why Soft Law Dominates International Finance - And Not Trade» in *Journal of International Economic Law*, Vol. 13, No. 3, 2010, pp. 623-643, 2010;

CÂMARA, Paulo; *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a Edição, Almedina, Coimbra, 2011;

CASTRO, Carlos Osório de; *Valores Mobiliários/Conceito e Espécies*, Porto, 1998;

CASTRO, Carlos Osório de; «Ações Preferenciais Sem Voto» in *AAVV., Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra 2002, pp. 281-320;

CIOCCA, Niccolleta; *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012;

COFFEE J.R., JOHN C.; «Bail-ins versus Bail-outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk» in *Columbia Law and Economics Working Paper*, No. 380 (2010);

COMITÉ DAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE SUPERVISÃO BANCÁRIA, *Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments*, 10 de Dezembro de 2009;

COMITÉ DAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE SUPERVISÃO BANCÁRIA *Implementation Guidelines regarding Instruments referred to in Article 57(a) of Directive 2006/48/EC recast*, de 14 de Junho de 2010;

COMITÉ DE SUPERVISÃO BANCÁRIA DE BASILEIA; *Minimum Requirements to ensure loss absorbency at the point of non-viability*, 2011, 13 de Janeiro de 2011;

COMITÉ DE SUPERVISÃO BANCÁRIA DE BASILEIA; *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December 2010 (rev. June 2011), 2011;

COMITÉ DE SUPERVISÃO BANCÁRIA DE BASILEIA; *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*;

COMITÉ DE SUPERVISÃO BANCÁRIA DE BASILEIA; *Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risk*;

CORDEIRO, António Menezes; «Da preferência dos acionistas na subscrição de novas acções; exclusão e violação», in ROA, ano 50, 1990, II, pp. 345-362;

CORDEIRO, António Menezes, *Acções preferenciais sem voto*, in Revista da Ordem dos Advogados, ano 60, n.º 3 (2000), pp. 1001-1056;

CORDEIRO, António Menezes (Coord.); *Códigos das Sociedades Comerciais Anotado*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011;

CRAIG, Paul e BÚRCA, Gráinne de, *EU Law*, Oxford Press, 6.ª EDIÇÃO, 2015;

CULP, Christopher L.; *Contingent Capital: Integrating Corporate Financing and Risk Management Decisions*, in *Journal of Applied Corporate Finance* 15 (2002), pp. 46-56;

CUNHA, Paulo Olavo; *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993;

CUSA, Emanuele; «Gli strumenti ibridi delle banche» *in* Banca, impresa, società, 1/2010, pp. 81-111;

DIAS, Cristina Sofia; «Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas» *in* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, Ano 2002, pp. 97-113;

DOMINGUES, Paulo de Tarso; Variações sobre o Capital Social, Almedina, Coimbra, 2013;

FERREIRA, Amadeu; Direito dos Valores Mobiliários (Sumários das lições dadas ao 5º ano, menções de Ciências Jurídicas e Ciências Jurídico-Económicas, no ano lectivo de 1997/98, 1º e 2º semestres), AAFDL, Lisboa, 1997;

FERREIRA, Amadeu; «Um Código dos Instrumentos Financeiros? Algumas Notas» *in* Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 701 – 710;

FERREIRA, João, «Acções preferenciais sem voto no ordenamento jurídico português» *in* Direito das Sociedades em Revista, Ano 3 (Outubro 2011), vol. 6, pp. 225-263;

FLANNERY, Mark J.; *Contingent Capital Instruments for Large Financial Institutions: A Review of the Literature*, *in* *Annual Review of Financial Economics*, 6, 2014, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2387251;

FLANNERY, Mark J.; «No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline via “Reverse Convertible Debentures», *in* *Capital Adequacy Beyond Basel* (ed. Hal S. Scott), Oxford, 2005 (disponível em <http://bear.warrington.ufl.edu/flannery/No%20Pain,%20No%20Gain.pdf>);

FLANNERY, Mark J.; *Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates* (disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1485689);

GARDELLA, Anna; *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancaire nel contesto del meccanismo di risoluzione unico in Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, Vol. 68, Nº. 5, 2015, p. 587-630;

GIANNELLI, ANDREA; *Le Obbligazioni Ibride – Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Egea, Milano, 2013;

GLASSERMAN, Paul e NOURI, Behzad; *Contingent Capital with a Capital Ratio Trigger* (2010) (disponível em <https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/4856/contingent%20capital.pdf>);

GLESSON, Simon; *International Regulation of Banking: capital and risk requirements*, Oxford: Oxford University Press, 2.^a edição, 2012;

GOMES, Fátima; *Obrigações Convertíveis em Acções*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 1999;

GUINÉ, Orlando Vogler; «O Financiamento das sociedades por meio de valores mobiliários híbridos (entre as acções e as obrigações)» in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, 2011, p. 75 – 94;

JOOSEN, Bart P. M.; *Regulatory Capital Requirements and Bail in Mechanisms in Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, Edward Elgar, 2015, p. 175-235;

KAAL, Wulf A., *Initial Reflections on the Possible Application of Contingent Capital in Corporate Governance* in 26 *Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy*, 2012, p. 101-149

KAAL, Wulf A. e HENKEL, Christoph K., «*Contingent Capital with Sequential Triggers*» in *San Diego Law Review* VOL. 49, 221, 2012, pp. 221-278.

LABAREDA, JOÃO; *Das ações das Sociedades Anónimas*, AAFDL, LISBOA, 1988;

LAMANDINI, Marco; *Il diritto bancario dell'Unione* in *Banca Borsa e Titoli di Crediti*; p.423-447, V.LXVIII, N.4, jul – ago 2015;

LAMANDINI, Marco; *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza* in *Banca borsa e titoli di credito*, Milano, Nuova Serie a.54v.44n.5 (Settembre-Ottobre1991), Parte Prima, p.606-635;

LARGUINHO, Marisa; «Alterações de 2015 ao regime das obrigações no CSC: algumas questões resolvidas e por resolver», in *Direito das Sociedades em Revista*, Março 2016, Ano 8, Vol. 15, Almedina, Coimbra, pp. 93-123;

MAGALHÃES, Manuel, «A Evolução do Direito Prudencial Bancário no Pós-Crise: Basileia III e CRD IV», in *O Novo Direito Bancário* (coord. de CÂMARA, Paulo e MAGALHÃES, Manuel), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 285-371;

MATIAS, Armindo Saraiva; *Supervisão Bancária/Situação actual e perspectiva de evolução*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, II, Coimbra, 2002 (565-592);

MENDES, João de Castro; *Da Condição*, Boletim do Ministério da Justiça, 263, 1977, pp. 37-60;

OLIVEIRA, Ana Perestrelo; *Manual de Corporate Finance*; Almedina, 2^a edição, Coimbra, 2015;;

PAZARBASIOGLU, Ceyla ZHOU, Jianping LESLÉ, Vanessa Le e MOORE, Michael; *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*; *International Monetary Fund*, 25 January 2011, disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1101.pdf>;

PENA, Rui; «*Obrigações convertíveis em acções*» in *O Direito*, Ano 103, número 2 (1971); ano 103, número 3 (1971) e ano 103, número 4 (1971), pp.103-120;pp.211-230;pp.280-293, Lisboa, 1971;

PENACCHI, Geroge, VERMAELEN, Theo, WOLFF, Chirstian; *Contingent Capital: The case for COERCs*, *INSEAD working paper collection*, disponível em <https://www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm?did=47730>;

PERES, J.J. Vieira, «*Acções preferenciais sem voto*» in *Revista do Direito e Estudos Sociais*, 1988, n.º 4, p. 329-399;

PINTO, Alexandre Mota; «*Os CoCos e a recapitalização do sistema bancário português*», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 32, 2012;

PINTO, Paulo Mota, *Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar* in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, Ano 143, n.º 3987, Jul-Ago 2014, pp. 391-413 e e Ano n.º 144, n.º 3988, Set-Out 2014, pp. 14-56;

LUCA A LO PO', *I nuovi strumenti ibridi di capitale tra implicazioni regolamentari e questioni di diritto societario* in *Rivista di Diritto Bancario – dottrina e giurisprudenza comentata*, separata do n.º 06/2014;

PORTALE, Giuseppe B., «Prestiti Subordinati» e «Prestiti Irredimibili» (Appunti) in *Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, Parte I, 1996, pp. 1-20;

REGO, Margarida Lima; Contrato de Seguro e Terceiros/Estudo de Direito Civil, Coimbra, 2010;

SALANITRO, Niccolò; «Capitalizzazione e crisi económica» in *Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, Vol. 63, N° 2, 2010, p. 125-136;

SANTOS, Hugo Moredo e GUINÉ, Orlando Vogler; «Emissões de Obrigações: antes, agora e depois» in *Direito das Sociedades em Revista*, Março 2013, Ano 5, Vol. 9, Almedina, Coimbra, pp. 135-186;

SANTOS, Luís Máximo dos; Regulação e Supervisão Bancária in *Regulação em Portugal: novos tempos, novo modelo?*, Coimbra (2009), pp. 39-16;

SANTOS, Mário Leite; «Obrigações Convertíveis. Alguns aspectos do seu regime» in *Revista da Banca*, n.º 19, Jul.-Set. 1991, pp. 93 – 172;

SPIEGLEER, Jan de, SCHOUTENS, Wim e VAN HULLE, Cynthia; *The Handbook of Hybrid Securities: Convertible Bonds, CoCo Bonds and Bail-In*, 2014, Wiley Finance;

SQUAM LAKE WORKING GROUP ON FINANTIAL REGULATION; *An Expedient Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities*, 2009;

TULLIO, Paolo; «La legislazione bancaria in tempo di crisi» in *Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, Vol. 67, N° 2, 2014, p. 218-239;

VASCONCELOS, Pedro Pais de; A participação social nas sociedades comerciais, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2006;

VASCONCELOS, Pedro Pais de; «As obrigações no financiamento da empresa», in AAVV, Problemas do Direito das Sociedades, Almedina, 2002, pp. 320-329;

VENTURA, Raúl; «Acções preferenciais sem voto; acções preferenciais remíveis; amortização de acções (acções de fruição) (CSC, arts. 341.º a 347.º)» in Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 409-511;

VON FURSTENBERG, George M.; *Contingent Capital to strengthen the private safety net for financial institutions: Cocos to the rescue?*, in *Deutsche Bundesbank/Discussion Papers Series 2: Banking and Financial Studies* n.º 1, 2011, 3;

WORONOFF, Michael A. e ROSEN, Jonathan A.; *Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities*, in *Fordham Law Review*, 74, 2006, pp.101-134;